حوكمة الشركة

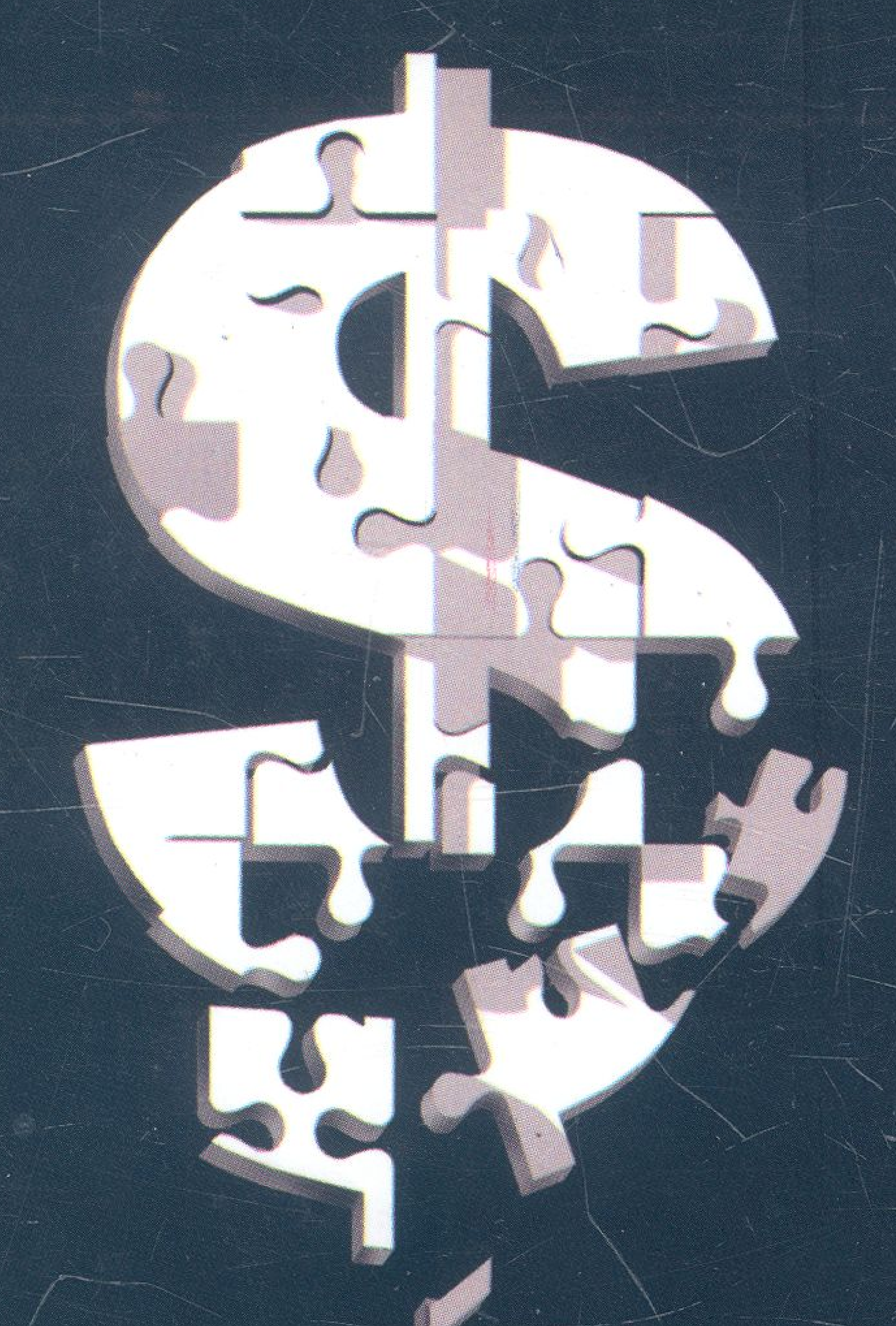
الأطراف الراصدة والمشاركة

تأليف

كينيث أ. كيم
Kenneth A.Kim

جون نوفسنجر
John R.Nofsinger

ديرك ج. موهر
Derek J. Mohr



تعريب ومراجعة

أ.د. محمد عبد الفتاح العشماوي

د. غريب جبر غنام



حوكمة الشركة

الأطراف الراصدة والمشاركة

حوكمة الشركة

الأطراف الراصدة والمشاركة

تأليف

كينيث أ. كيم | جون نوفسنجر | ديرك ج. موهر

Kenneth A. Kim | John R.Nofsinger | Derek J. Mohr

تعريب ومراجعة

أ.د. محمد عبد الفتاح العشماوي
كلية التجارة - جامعة المنوفية

د. غريب جبر غنام
كلية التجارة - جامعة قناة السويس



ص. ب 10720 - الرياض: 11443 - فاكس: 4657939 + (009661)

المملكة العربية السعودية - هاتف: 4658523 - 4647531 + (009661)

الطبعة الإنجليزية :

CORPORATE GOVERNANCE

Kenneth A. Kim & John R. Nofsinger & Derek J. Mohr

ردمك : 8 - 669 - 24 - 9960

الرياض - المملكة العربية السعودية ص . ب: 10720 الرمز البريدي: 11443

فاكس: 4657939 هاتف: 4658523 / 4647531 + (009661)

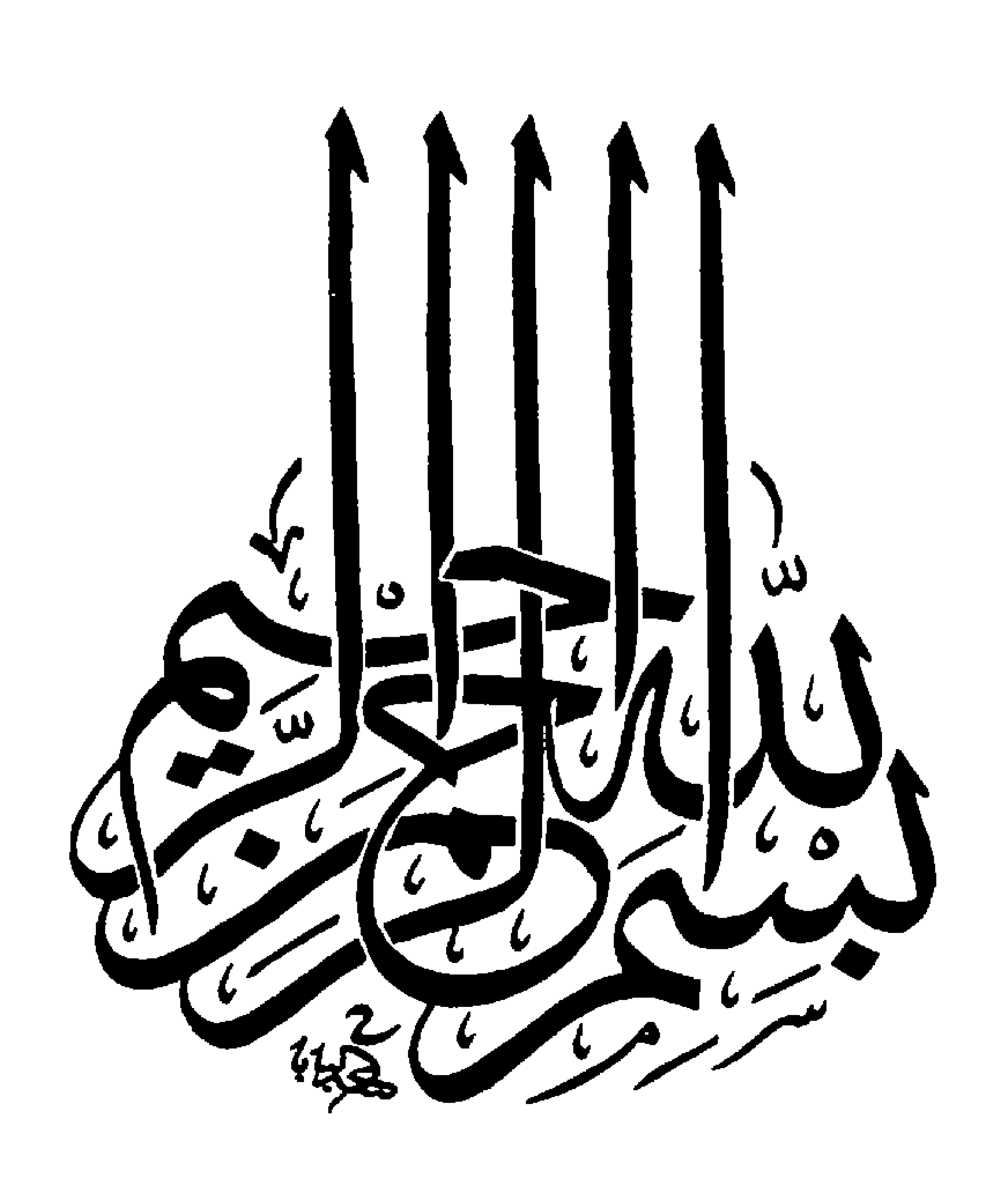
البريد الالكتروني: *Email : marspub1@zajil.net*

التوزيع داخل جمهورية مصر العربية والسودان وشمال أفريقيا :

دار المريخ للنشر بالقاهرة – 4 شارع الفرات – المهندسين – الجيزة – الرمز البريدي:12411

فاكس: 37609457 هاتف: 33376579 /37609971 + (00202)

البريد الالكتروني: *Email : marspub2002@yahoo.com*





محتويات الكتاب

الصفحة

الفصل الأول

أصحاب المصلحة في حوكمة الشركة (نظرة عامة)

الفصل الثاني

حوافز المديرين (دعما أم إضعافا للحوكمة؟)

الفصل الثالث

المحاسبون والمراجعون (مكافحة الغش المالي)

الفصل الرابع

مجلس الإدارة (ترشيد القرار الإداري)

الفصل الخامس

بنوك الاستثمار ومحللو الأوراق المالية (إعادة الهيكلة المالية)

الفصل السادس

الدائنون ووكالات تقييم الائتمان (الجدارة الائتمانية)

الفصل السابع

المساهمون والعائد على الأموال المستثمرة

الفصل الثامن

إعادة التنظيم المؤسسي (مدخل الدمج والضم)

الفصل التاسع

لجنـــة الأوراق الماليـــة والبورصـــة (معالجة الممارسات المالية والإدارية الخاطئة)

الفصل العاشر

قواعد جديدة للحوكمة (قانون أوكسلي وساربنيز)

الفصل الحادي عشر

المسئولية الاجتماعية للشركة (غياب البعد الاجتماعي المؤسسي)

إهداء

إلى مختلف الأطراف المشاركة والراصدة لحوكمة الشركة، المهتمين بمكافحة الفساد المالي والإداري، وتحقيق التنمية المستدامة بالدولة ..

دكتور / محمد عبد الفتاح العشماوي
دكتور / غريب جبر غنام

توجه دولي

بقاء ونمو واستمرار الــشركة، مرهــون بتحقيــق التوازن الحقيقي في العلاقات المتشابكة بين المشاركين في تفعيل حوكمة الشركة ..

كينيث أ . كيم
جون نوفسنجر
ديرك جز موهر

مقدمة الكتاب

لقد صدر العديد من الكتابات في مجال "حوكمة الشركات"، وكان تركيزها في هذا الصدد على الصدمات والكوارث والانهيارات المالية، التي أوقعت بعض الشركات ذات النشاط الدولي في مصيدة الإفلاس، وأضرت بالتالي بمصالح المستثمرين، كما أضرت باقتصاد الدول الأم والمضيفة لاستثمارات هذه الشركات.

وقد كشفت معظم الإصدارات السابقة في سياق فصولها، عن أن إدارة الشركة هي المسئول الأكبر في مسألة هذه الإخفاقات المالية لتلك الشركات، وتبنت في إطار ذلك ما انتهت إليه المنظمات والبنوك الدولية من مبادئ لحوكمة الشركات، وبذلك كانت نظرتها ضيقة ومتسمة بالغموض وعدم الشفافية في طرح أهم الدوافع والأسباب الإجمالية لهذه الإشكالية، والتي تصاحب جميع الأطراف الراصدة والمشاركة في حوكمة الشركة، وهذا هو جوهر هذا الكتاب، الذي يعتبر محاولة فريدة لكشف الحقائق، التي تمثل رؤية حول حزمة من الآليات التي يجب أن تتبناها دول العالم، لدعم حوكمة شركاتها داخل دائرة متغيراتها البيئية.

الإصدار الحالي، حدد الأطراف الراصدة والمشاركة في حوكمة الشركة، وهي حوافز المديرين، المحاسبون، وكالات تقييم الائتمان، المساهمون، التنظيم المؤسسي، لجنة الأوراق المالية والبورصة، والمسئولية المؤسسية الاجتماعية للشركات.

وبهذا أرجو من كل قارئ الانتباه لمستقبل الشركات، لأنها الداعم للتنمية المستدامة بكل دولة.

كينيث أ. كيم
جون نوفسنجر
ديرك جز موهر



تقـديم

العمل المؤسسي تنظيم رسمي بالدولة، لـه مـردوده علـى المستويين الجزئي (أصحاب المؤسسة)، والكلي (اقتصاد الدولـة). وأي خلل يتعرض له هذا العمل، يُعرِّض التنظيم المؤسـسي إلـى الدخول في دائرة التعثر والفشل والتصفية.

ضمان استمرار وبقاء ونمو الأعمال المؤسسية، مرهـون في المقام الأول، بتحقق التوازن فـي الحقـوق والواجبـات بـين الأطراف المشاركة ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة.

وبالمفهوم العكسي، لا يجب الاستناد إلى نظرية المباريـات في تحقيق التوازن بين الأطراف المشاركة في العمـل المؤسـسي، نظرًا لأن من عيوب هذه النظرية، السعي إلى النظر لكـل طـرف مشارك من هذه الأطراف كلاعب يسعى لتعظيم منفعتـه الخاصـة على حساب اللاعبين الآخرين، وهنا يظهر بل يتفاقم الفساد المـالي والإداري بكل صوره ومظاهره وآثاره غير المرغوبة .

لذا.. نقدم لرجال الأعمال، ولكل طرف مشارك في رصـد الحوكمة المؤسسية هذا المؤلف، ليكـون عونـاً فـي دعـم الأداء المؤسسي.

دكتور / محمد عبد الفتاح العشماوي
دكتور / غريب جبر غنام

منهجية تنظيم الكتاب

تم عرض موضوعات الكتاب في أحد عشر فصلاً. راعينا في سياق الحديث بكل فصل منها، منهجية تحليلية، جوهرها توفير إجابات موضوعية حول مجموعة من التساؤلات التي تدور في أذهان المشاركين في الأعمـــال المؤسسية وهي:

1 – ما هي الأطراف المؤثرة والمتأثرة بالأعمال المؤسسية ؟
2 – ما هو تأثير حوافز المديرين في الحكم المؤسسي الرشيد ؟
3 – كيف نضمن مكافحة الغش المالي بجهود المحاسبين والمراجعين ؟
4 – لماذا يخفق مجلس الإدارة في ترشيد القرار الإداري؟
5 – هل لبنوك الاستثمار ومحللي الأوراق المالية دور في إعـــادة الهيكلـــة المؤسسية؟
6 – ما هو دور الدائنين ووكالات تقييم الائتمـــان فـــي تعظـــيم الجـــدارة الائتمانية المؤسسية ؟
7 – لماذا تخفق المؤسسة في تحقيق العائد العادل على الأموال المـــستثمرة لصالح المساهمين؟
8 – هل الدمج المؤسسي يمثل حلاً لمعالجة الفشل المالي؟
9 – لماذا ازدادت الممارسات المالية والإدارية الخاطئة بمؤسسات اليوم؟
10 – هل تصلح القواعد التنظيمية كقانون أوكـــسلي وســـاربنيز الأمريكـــي لإصلاح المسار المؤسسي؟
11 – لماذا لا تساهم المؤسسة في تعزيز مسئوليتها الاجتماعية بموضوعية ؟

الفصل الأول

أصحاب المصلحة في حوكمة الشركة

(نظـرة عامـة)

Corporations and Corporate Governance

تمثل الرأسمالية نظاماً اقتصادياً للأعمال، قائماً على المشروع الخاص. فالأفراد والمنشآت تمتلك أرضاً ومزارع ومصانع ومعدات، واستخدام تلك الأصول في محاولة لكسب الأرباح. كما أن الرأسمالية نظام اقتصادي جيد، لأنه يمكنه أن يقدم مكافآت لأولئك الذين يعملون بجد والمبدعين والمجددين بدرجة كافية لتقديم منتجات وخدمات جديدة أو محسنة. وإحدى المكافآت الممكنة مقابل إيجاد القيمة في اقتصاد معين، هي تراكم الثروة الشخصية. ولا شك في أن حافز الثروة يقدم الوقود لتوليد أفكار جديدة لتقوية القيمة الاقتصادية، التي توفر الوظائف، وترفع مستوى المعيشة. والهدف الرئيسي للشركة، هو إيجاد بيئة تؤدي إلى كسب أرباح على المدى الطويل، وذلك من مصدرين رئيسيين :

الأول : يجب أن تقدم المنشأة منتجات أو خدمات إلى العملاء. ونسبة كبيرة من قيمة المنشأة متحقق من الأرباح الجارية والمستقبلية لنشاطها. ولا شك في أن إيجاد طرق لزيادة الأرباح من العمليات الأساسية، يمكن أن يزيد من القيمة الاقتصادية للمنشأة.

الثاني: الأرباح المتزايدة، والتي يمكن أن تأتي من النمو في مبيعات المنتج الحالي، أو مبيعات تتجه نحو طرح منتج جديد.

والتوسع يحتاج عادة إلى أموال إضافية أو رأسمال إضافي، كما أن نشاط الأعمال يترتب عليه مخاطر. وتعتبر إدارة المخاطر ذات أهمية في نجاح أو فشل المنشأة، والتي تتوقف على حالة التنظيم.

وعلى ذلك، فإن هذا الفصل، يعمل على وصف الأشكال المختلفة من الأعمال مع التركيز على أعمال الشركات، يليها وصف الأفراد المشاركين في الشركة، و بذلك يساهم الفصل في توضيح كيف أن "حوكمة الشركة" يمكن أن تعالج مشكلة انفصال الملكية عن الإدارة بالشركات المساهمة.

أشكال ملكية المنشأة: FORMS OF BUSINESS OWNERSHIP

عموماً، يمكن أن تكون الأعمال لمالك واحد أو شركة بسيطة أو شركة مساهمة، حيث إن أشكال الشركات متعددة، وهذه الأشكال هي الأكثر تميزًا، وكل شكل تنظيمي منها يتضمن مزايا وعيوباً مختلفة. فالمالك الفرد في منشأة فردية يتحكم في كل شيء، لأنها سهلة البدء، وهنا تحسب ضريبة الأعمال على مستوى شخصي. وبسبب بساطة هذا التنظيم الفردي، فهي منتشرة، وتمثل 70% من الأعمال في (US). ومع هذا فلها مزايا عديدة، فهي غالباً محدودة المدة (حيث تنتهي مع وفاة أو اعتزال صاحبها) كما أن لها قدرة محدودة للحصول على رأس المال، وبهذا يتحمل المالك مسئولية شخصية وغير محدودة عن مختلف مخاطر أعمال منشآته.

الشركة البسيطة: نسبة الشركة المملوكة لشخص واحد مرتفعة، وإن كان لها أكثر من مالك، وهي تشارك المزايا والعيوب للملكية الفردية، وإحدى الخصائص الواضحة لها، هي عدم القدرة على جمع رأس المال. وهذه الخاصية قد لا تكون لها أهمية، نظراً لعدم القدرة على الجمع بين خبرة التوجه للخدمة والمهارة، كما في الشركات الكبيرة. ومن أمثلة هذه الشركات: منشآت المحاسبة القانونية، ومنشآت الإعلانات، والمنشآت التجارية الفردية .

وهذا الكتاب يركز على شكل الأعمال المتمثل في الشركة المساهمة. ومن الملاحظ أن أقل من (20%) من الأعمال تدار بواسطة شركات، وتولد ما

يقرب من (90%) من ثروة هذه الأعمال في الدولة. والشركة هـي الكيـان القانوني الخاص بها، كما لو كانت شخصاً اعتبارياً، ويمكنها بذلك الارتبـاط بصفقات أعمال، وأنشطة أعمال أخرى باسمها، رغم أن مـوظفي الـشركة يعملون كوكلاء عن الشركة، ويرخصون لهذه الأنشطة.

وربما تكون الميزة الأكثر أهمية لأعمال الشركة المساهمة، هي الدخول إلى أسواق رأس المال، والشركات العامة يمكنها زيادة رؤوس أموالها بإصدار أوراق مالية وسندات للمستثمرين، بينما المالك الفرد والمنـشآت الفرديـة، لا يمكنها إجراء ذلك كما في الشركات المساهمة التي تستطيع إدخـال ملايـين الدولارات من البورصات لدعم رؤوس أموالها مثل شركات (Larry Ellison of Oracle, Steve Jobs of Apple , Bill Gates of Microsoft)، وذلك اعتمـادًا علـى حركة الأوراق المالية بهذه الأسواق. فمثلاً، قامت شـركة (Apple Computer) ببيع 121000 جهاز كمبيوتر سنة 1980، ولتلبية الطلـب المحتمـل لملايـين أجهزة الكمبيوتر في السنة التالية، كانت هذه الشركة في حاجة إلـى توسـيع عملياتها، وتوفير أموالها من أسواق رأس المال. ونتيجة هذا، صارت Apple شركة عامة، وباعت بالفعل أوراقاً مالية Stock بمبلغ 65 مليون دولار أمريكي. وقال في هذا الوقت الشريك المؤسس لـ Apple، ويدعى Steve Jobs: إن أسهم الشركة لاتزال في حوزتها نتيجة إعطاء قدر كبير مـن حـق الملكيـة إلـى مستثمرين جدد في حركة تبادل لرأس المال لأغراض التوسع. وبـذلك فـإن حملة الأوراق المالية أو المساهمين، هم ملاك في مثل هذه الشركات.

وهؤلاء المساهمون يستفيدون بأي ثروة تتحقق بواسـطة الـشركة، ولكنهم رغم ذلك يمكن أن يخسروا استثماراتهم إذا أفلست الـشركة. وهـذه العملية تعكس أن أي فرد لديه ما يستطيع أن يستثمره في الأعمال، ويزيد من ثروته على المدى الطويل، وأن الأعمال المحتمل نموها يمكنها تـدعيم رأس المال اللازم للتوسع الذي يخلق قيمة اقتصادية ووظائف وضرائب. والشركة لها عمر إنتاجي غير محدد، ما لم يتم انتهاؤها بـالإفلاس أو بالـدمج مـع شركات أخرى. ويتمتع ملاك الشركات بمسئولية ماليـة محـدودة، لأنهـم يستطيعون فقط أن يخسروا على الأكثر قيمة أسهمهم في الملكية، كذلك فـإن

ملكية الشركة عادة ما تكون سائلة Sstake، ومصالح الشركة يمكن بسهولة شراؤها أو بيعها كأوراق مالية في السوق، مثل بورصة الأوراق المالية بنيويورك (Nyse) أو (Nasdaq)، وعلى ذلك، فإن من مزايا مثل هذه الشركات أن تصبح جذابة رغم وجود عيوب، وأرباح الشركة تصبح خاضعة للضرائب عندما يتلقى المساهمون أي دخل في شكل توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى ما يدفعه المساهمون أيضاً من ضرائب شخصية عن الدخل الفردي، وبذلك يكون المساهمون عرضة للازدواج الضريبي، هذا بالإضافة إلى الأعباء الثابتة الأخرى التي تتحملها الشركة في صورة تكاليف استئجار محاسبين، وخبراء قانونيين، وتكاليف الاتصال مع كل المساهمين، وتكاليف التوافق مع اللوائح، والتي يمكن أن تكلف ملايين الدولارات سنوياً.

وأخيرًا: وربما هذا هو الأكثر أهمية كعيب، أن الشركة في هذه الحالة، سوف تعاني من مشكلات حوكمة محتملة، نتيجة أن معظم المستثمرين الذين يملكون مصلحة صغيرة في الشركة، قد لا يشعرون بأي إحساس حقيقي بالملكية أو الرقابة على الشركة التي يملكون فيها أوراقاً مالية.

فصل الملكية والرقابة:
SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL

في سنة 1932، أعد (Adolf Berle & Gardiner Meanse) تقريرًا عن صورة أو عن شكل الشركة، وضحا فيه أن الشركات يمكن أن تصير كبيرة جدًا لدرجة تستدعي فصل الملكية عن الرقابة، نظرًا لأن حملة الأسهم هم الذين يملكون المنشأة، والمديرون يراقبون الشركة التي لا يستطيع مساهموها جماعياً إنجاز القرارات اليومية اللازمة لتشغيل الأعمال، ولذلك فإن مجلس الإدارة المعين هو الذي يقوم بهذا العمل .

ومعظم المساهمين لا يرغبون في القيام بالأعمال المؤسسية، وهم بذلك يتصرفون مثل المستثمرين السلبيين – وليسوا الملاك الإيجابيين – والفرق هنا بسيط ولكنه مهم. فالملاك يركزون على أداء الأعمال بالمنشأة،

والمستثمرون يركزون على المخاطر وعائد محفظة أوراقهم المالية. والتنوع يقلل المخاطر بالنسبة للمستثمرين في الشركات الكبيرة، لذلك يميل المستثمرون لأن يكونوا مساهمين سلبيين في منشآت كبيرة.

وتوجد مشكلة في فصل الملكية عن الرقابة، وهي لماذا يهتم المديرون بالملاك؟ أبرز الدواعي أن المديرين المعينين من قبل الملاك، يسعون إلى إرضاء حملة الأسهم بتعظيم الأرباح، بالإضافة إلى إشباع رغبات أنفسهم في شكل مزايا أو سلطة وشهرة، وهذا ما يخلق مشكلة الوكالة التي تجعل المالك هو "الموكل" والمدير هو "الوكيل" والذي من المفترض أن يعمل لحساب المالك. فإذا كان المساهم بالفعل لا يستطيع متابعة ورقابة سلوك المديرين، فمن المحتمل أن يقوم هؤلاء المديرون باستغلال أصول الشركة لخدمة مصالحهم الذاتية على حساب هؤلاء المساهمين. وهناك الكثير من الأمثلة البسيطة على ذلك، فبعض العاملين قد يأخذون توريدات مكتبية إلى بيوتهم، وعند السفر يمكن للمديرين متوسطي المستوى أخذ مزايا عديدة يتم تسجيلها على مصروفات السفر، كما أن بعض المديرين قد يفضلون أثاثاً من خشب البلوط الجميل لمكاتبهم، ويستخدمون طائرات الشركة في رحلاتهم، وكل هذه الأفعال على حساب المساهمين. وبالتالي، إذا ما شعر المديرون بأنهم يستطيعون الإفلات بهذه المخالفات الصغيرة، فإنهم قد يحاولون القيام بمخالفات أكبر.

وإذا كان مديرو المستوى المتوسط تحت رقابة المدراء الأعلى منهم، والذين يملكون معظم السلطة والرقابة في الشركة، فإن السؤال الأهم هو: من الذي يراقب المديرين في المستوى الأعلى إذا كانت لهم إغراءات، وإذا لم يكونوا مراقبين بواسطة الملاك؟ حينئذ نكون أمام مشكلة خطيرة. وهناك حلان أساسيان لمواجهة هذه المشكلة عن طريق: الحوافز، والرصد. فالحوافز يجب أن تربط الثروة الخاصة بالمديرين الكبار بثروة المساهمين، وبالتالي يتمثل هدف المديرين مع هدف المساهمين.

وهذا يسمى توافق حوافز المديرين مع رغبات المساهمين، حينئذ يتصرف المديرون بطريقة هي الأفضل لهم وللمساهمين. فكيف يمكن أن

يحدث هذا ؟ بالنسبة لأغلبية الشركات في الولايات المتحدة، يتم منح المديرين أوراقاً مالية كخيارات، وكجزء من أجورهم.

وهناك حل آخر هو وضع آليات لرصد سلوك المديرين. وكثير من آليات أصحاب المصلحة في الرصد، نناقشها باختصار في هذا الفصل، تاركين تفاصيلها في الفصول التالية من الكتاب.

مدى تأثير المستثمرين على المديرين؟
CAN INVESTORS INFLUENCE MANAGERS?

نظرياً، المديرون يعملون لحساب الملاك (المساهمين). إلا أن سلبية أغلب المساهمين تجعل الشركة كأنها ملك الإدارة. ورغم محاولة بعض المساهمين الإيجابيين التأثير على الإدارة، فإن محاولاتهم باءت بالفشل. والدليل على ذلك، النتائج غير الناجحة لمقترحات المساهمين. فالمساهمون لهم سلطة تقديم مقترحات، يمكن أن يصوت عليها في الاجتماع السنوي للمساهمين. وهناك عموماً نوعان من المقترحات: تلك المتعلقة بالحوكمة (مثل: اقتراح تغييرات في هيكل المجلس) وتلك الموجهة بالإصلاح الاجتماعي (مثل: اقتراح وقف بيع الكيماويات للدول المحتالة) وحوالي نصف المقترحات بمبادرة من المساهمين تتقدم كثيرًا لتصل إلى مرحلة التصويت. وعند التصويت غالباً ما يتم رفض هذه المقترحات. وأحد العوامل المهمة في نجاح الاقتراح هو رأى الإدارة، والتي بدون موافقتها تكون للمقترحات فرصة قليلة للنجاح. وتقليدياً، فإن المساهمين أولوا ثقتهم في الإدارة لمعرفة أي الأمور أفضل للشركة. ومعظم المساهمين يذهبون بعيدًا لما تقرره الإدارة.

المشاركون في الأعمال : Monitors

عموماً، المستثمرون يعرفون ماذا يجري على المستوى التشغيلي بالشركة. فالمديرون يقومون بالعمليات اليومية، ويعرفون أن عملهم في الغالب غير معروف للمستثمرين. وعليه فالمديرون قد لا يخدمون مصلحة المساهمين، وهنا ظهرت الحاجة إلى راصدين.

أدلة عملية من الواقع
CARLY FIORINA'S TAKEOVER OF COMPAQ

استيلاء (Carly fiorina) على (Compaq) لتصوير رقابة الإدارة وتأثيرها – ننظر في اندماج سنة 2002 بين هيوليت باكارد (HP) وCompaq ومكارلي فيورينا الـ (cec) لهيوليت. باكارد أعلن في 4 سبتمبر سنة 2001 أن شركته ستضم Compaq مقابل (25.5) بليون دولار. سوق الأوراق المالية و خبراء الصناعة وأبرز رجال الأعمال كان رد فعلهم سلبياً للأخبار. فهبطت الأوراق المالية لـ (HP) بمعدل (11%) عقب الإعلان وحتى Compaq هبطت أوراقها (10%) الأمر النادر حدوثه لشركة مستهدفة. ورغم محاولة (David W. Packard) و(Walter Hewlett) هما مساهمان بارزان (عند إدخال مؤسسة باكارد- فهما كانا يملكان 18% من الأوراق المالية للـ (HP) وأبناء مؤسسي ((HP) كانوا أيضاً ضد هذا الشراء بقوة).

إن الوقوف ضد عملية الدمج من خلال تحريض المساهمين على التصويت ضد هذا القرار، فإن أغلبية المساهمين في 19 مارس سنة 2002 صوتوا لصالح الاستيلاء. ورغم الجدل والهبوط في أسعار الأسهم، فمعظم المساهمين صوتوا مع رغبات الإدارة، واعتمدوا الاستيلاء. هذا المثال يقوي فكرة أنه حتى مع رغبة بعض المستثمرين في التأثير على استراتيجية المنشأة، فإن الاقتراح المدعوم من قبل الإدارة هو الأكثر دعمًا من قبل المساهمين.

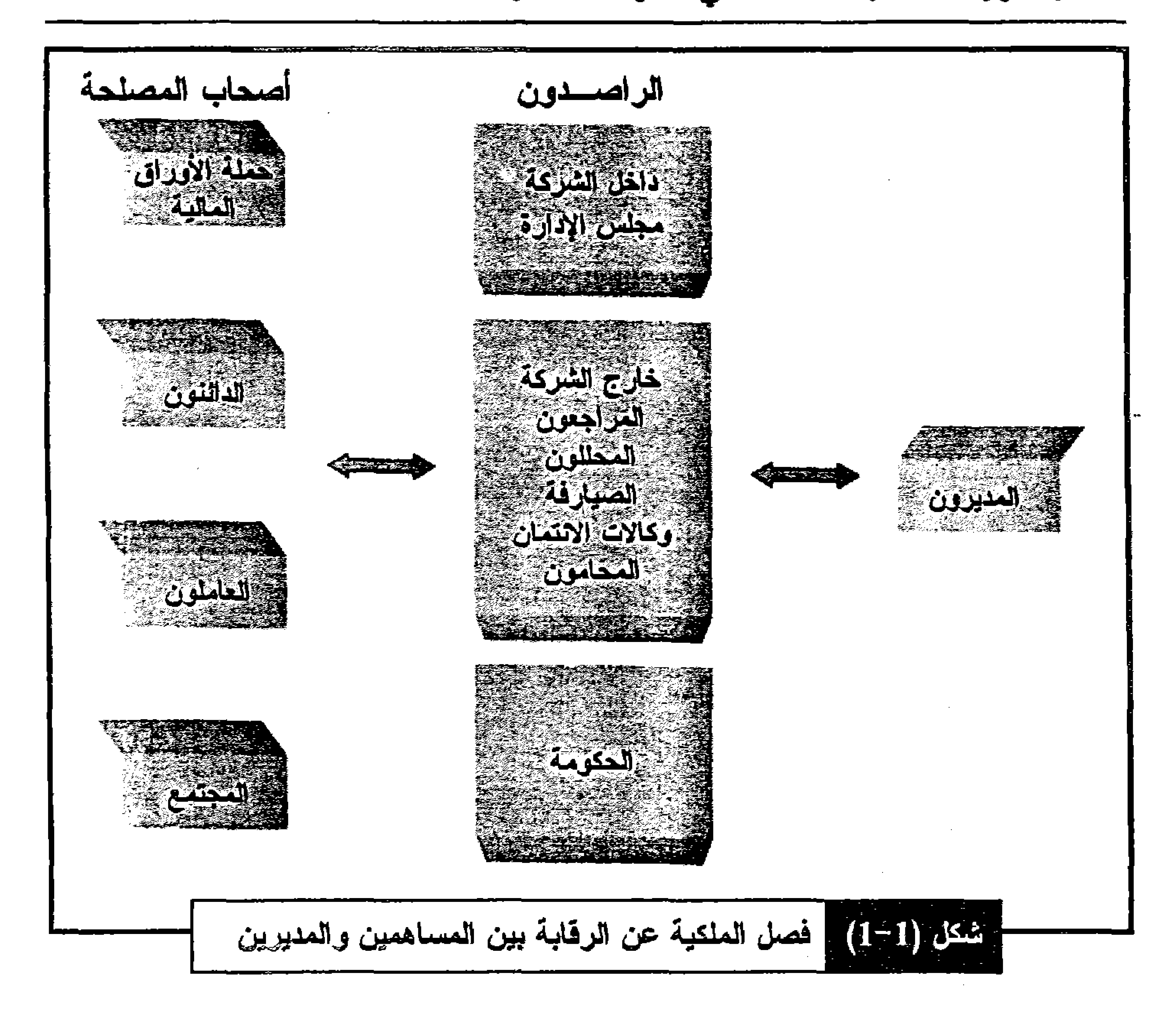
والشكل (1-1) يصور فصل الملكية عن الرقابة بين المساهمين والمديرين. كذلك يوضح الشكل وجود المراقبين داخل حقل الشركة وخارجه في الحكومة.

والمشاركون في الأعمال داخل الشركة هم مجلس الإدارة الذي يراقب الإدارة، ويفترض أنه يمثل مصالح المساهمين، والمجلس يقيِّم الإدارة، وله أن يصمم عقود مكافآت لربط رواتب الإدارة بأداء المنشأة . ويمكن أن نذكر أن شركة "كمبيوتر أبل" أسسها (Steve Jobs) وعندما صارت شركة عامة كان Jobs أكبر مساهم، كما صار CEO. ومع هذا، فإن مجلس إدارة "أبل" قرر أن

Jobs لم يكـن ذا خبـرة كافية لقيادة المنشأة خلال توسعها السـريع. لـذلك عينوا (John Sculley) لـ CEO سنة 1983. وفى سنة 1985، نشأ صراع قوي للرقابة على الشركة، والمجلس أيد Sculley وأصبح Jobs خارج Apple، ولم يعد له كلمة في عمليات الشركة، رغم أنه من كبار المساهمين، ومن المثيـر أنه عندما تعرضت أبل كمبيوتر لمشكلات في أواخر التـسعينيات، أعـادت الشركة (Jobs) لـ (CEO)".

وكما هو موضح فـي الـشكل (1-1) فالخـارجيون - بمـن فـيهم المراجعون والمحللون وبنوك الاستثمار ووكالات تقييم الائتمان والمستـشار القانوني الخارجي - كلهم يتفاعلون مع الشركة، ويرصدون أنشطة المدراء. فالمراجعون يفحصون نظم المحاسبة، ويبدون رأيهم فيما إذا كانـت القـوائم المالية تمثل بإنصاف الوضع المالي للشركة. والمستثمرون وذوو المـصلحة الآخرون، يستخدمون القوائم المالية المعلنة لاتخاذ قراراتهم حـول الـصحة والتوقعات والأداء المالي للشركة وقيمتها. ورغم أن أغلبية المستثمرين قد لا تكون لديهم القدرة أو الفرصة للحكم على صلاحية أنـشطة الـشركة، فـإن المحاسبين والمراجعين يوفرون لهم المعلومات اللازمـة لاتخـاذ قـراراتهم الاستثمارية المختلفة.

ومحللو الاستثمار الذين يتابعون الشركة يعملون لحسابهم في التقييمات المستقلة لأنشطة أعمال الشركة، ويقـدمون تقييمـاتهم إلـى المـستثمرين. والمحللون يفترض أن يعطوا تقديراً غير متحيز وخبير. وبنوك الاسـتثمار تقوم بدعم الإدارة في مساعدة الشركات في الدخول إلى أسواق رأس المال. وعند الحصول على رأسمال أكثر من المستثمرين العاملين، فعلـى الـشركة تسجيل المستندات في الجهات النظامية، بما يوضح للمستثمرين المحتملـين ظروف الشركة. وبنوك الاستثمار تساعد الشركات في هذه العملية، وتـشير على المديرين إلى كيفية التفاعل مع أسواق رأس المال.



شكل (1-1) فصل الملكية عن الرقابة بين المساهمين والمديرين

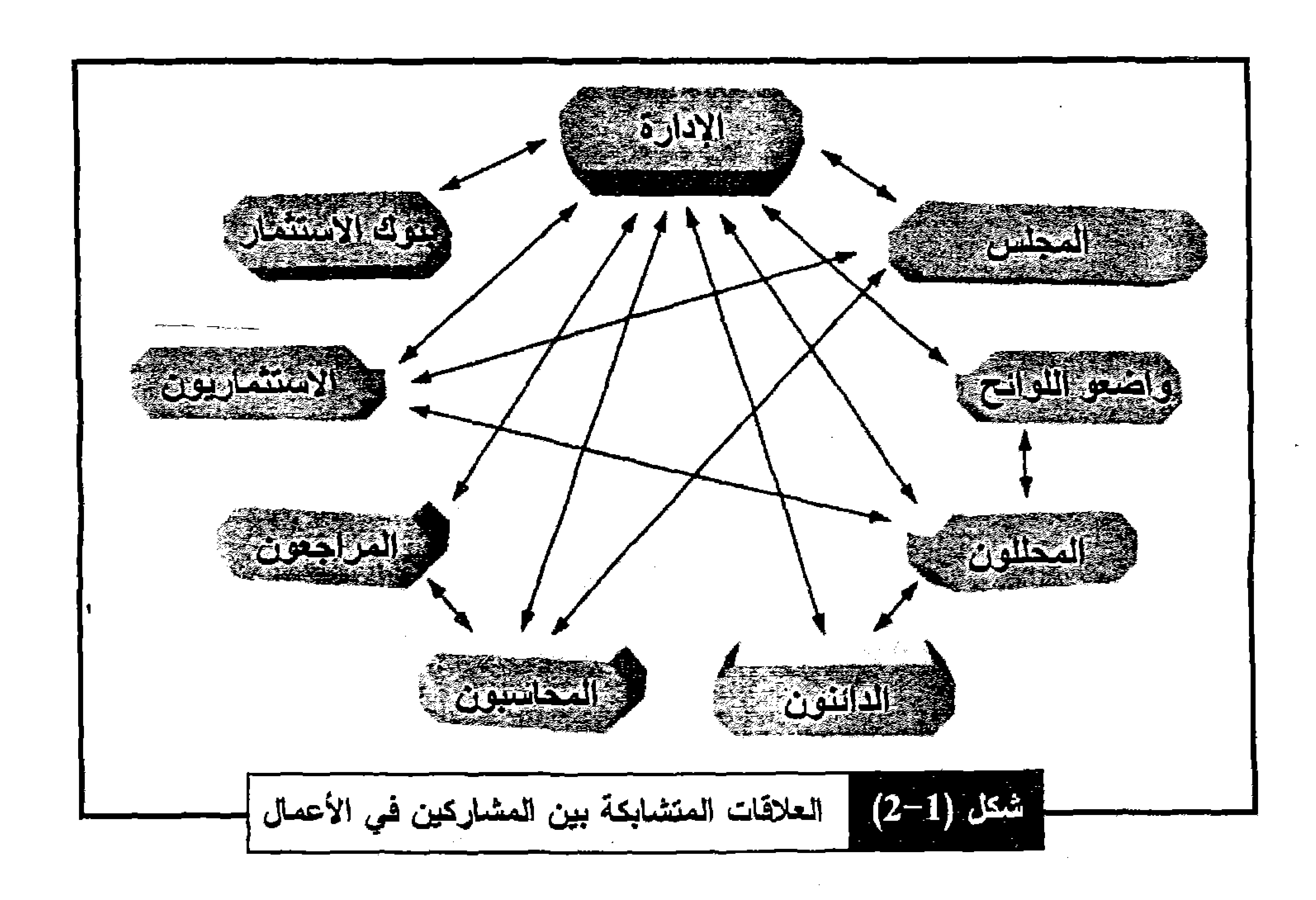
يوضح الشكل السابق، طبيعة العلاقات المتشابكة بين الراصدين والمشاركين في الأعمال المؤسسية، لتعزيز الأداء من منظور حوكمة الشركات، للتأكيد على مبدأ فصل الملكية عن الإدارة والرقابة.

كذلك فإن الحكومة ترصد أنشطة الأعمال من خلال لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC)، ومصلحة الإيراد الداخلي (IRS)، وتنظيم الـ (SEC)، المنشآت العامة لحماية المستثمرين العامين، وتضع السياسة ومحاكم المخالفين في المحاكم المدنية. ومع هذا بالنسبة للمحاكم الجنائية، على الـ (SEC) الرجوع إلى وزارة العدل (الأمريكية) أو الـ (IRS) لعرض قواعد الضريبة لضمان دفع ضرائب الشركات، كما تفعل مع المواطنين الأفراد في الولايات المتحدة.

وكرد فعل لفضائح الشركات ومجتمع الاستثمار، فإن حكومة الولايات المتحدة قامت بإصدار قانون (Sarbanes – Oxley) سنة 2002 الذي أوجد نظرة جديدة من خلال جهاز ينظم عمل المراجعين وقوانين خاصة بمسئولية

الشركة، وزاد من العقوبات عن جرائم ذوى الياقات البيضاء في الشركات. وكل من NASDAQ, NYSE وضعت وأخذت بمعايير إدراج تركيز الحوكمة لكل منهما لمواجهة المشكلات، وتستطيع قوى السوق كذلك أن تساعد في إدارة النظام، فإذا قام المدير بعمل غير مناسب. وإن كان رئيسياً بالإدارة – ولأنه يسئ استخدام سلطته، فإن الفصل سيكون إحدى العقوبات المحتملة كآلية تأديبية قوية، والتأكيد لأصحاب المصلحة أن السلطة المطلقة للموارد تحت الرقابة.

وأصحاب المصلحة كذلك يرصدون الشركة، وبعضهم مثل المؤسسات المستثمرة، ومثل صناديق المعاشات، راصدون نشطون. والدائنون لابد وأن يتأكدوا من قدرة المنشأة على سداد دينهم. والعاملون مثل المراجعين الداخليين، يمكن أن يرصدوا المنشأة لضمان أنها صحية. والمجتمع يمكن أن يكون لديه إحساس بمواطنة الشركة، حتى إن مديريها يشعرون بالمسئولية نحو مجتمعهم، وإن كانت هذه الآليات يمكن أن تقل مرة أو أخرى، والغرض المهم لهذا الكتاب، هو وصف كل من هؤلاء الراصدين للشركة والمشكلات التي قد توجد مع كل منهم. كما هو موضح بالشكل رقم (1-2).



شكل (1-2) العلاقات المتشابكة بين المشاركين في الأعمال

نظـــام متكامل للحوكمـــة:

AN INTEGRATED SYSTEM OF GOVERNANCE

نظام حوكمة الشركة نظام متكامل ومعقد. والمبادئ والعوامل المختلفة للمديرين والمراجعين والمجالس والبنوك لسوء السلوك، كلها مرتبطة ببعضها البعض. وبالتركيز على أحد أجزاء النظام، فالقراء لا يفهمون تماماً كيف ينهار نظام الحوكمة. وبالنظر إلى الشكل السابق، تتضح العلاقات المتشابكة بين الأطراف المختلفة.

المحللون يتفقون مع الإدارة حول التنبؤ بمستقبل الشركة، والمديرون يرغبون في الظهور بصورة جيدة، وبالتالي يوصى المحللون بما يرفع أسعار أوراقها المالية، ويدعم مركز الشركة. وهذا الوضع يجعل المديرين يضغطون على المحللين للتنبؤ بأرباح عالية للشركة. فإذا كانت أنشطة الشركة لا تستحق هذا التنبؤ بالأرباح العالية، فالمديرون حينئذ قد يضغطون على إدارة المحاسبة للمساعدة. وفي بعض الحالات، فإن الاستشاريين يعينون فيوصون بتقنيات محاسبية متعددة للمساعدة في إظهار أرباح متزايدة. والمراجعون الخارجيون للشركة، قد تكون لهم علاقة طويلة مثمرة مع الشركة من خلال مراجعة حساباتها لسنوات كثيرة، ولهم الفخر أن تكون معهم شركة ذات مكانة عالية، ولا يريدون إنهاء العلاقة، وعليه قد لا يضغطون بقوة للحد من طرق المحاسبة المتعدية.

والسؤال هنا: لماذا يكون المديرون مهتمين بالدفع القوي من أجل أرباح سهلة ومتزايدة؟ لما هم منشغلون بكسب آراء المحللين؟ ذلك لأن مجلس الإدارة (الذي يكون قد جاء بفضل المديرين) يكافئهم بخيارات الأوراق المالية وحوافز الأوراق المالية. ولو استطاع المديرون زيادة سعر الأوراق المالية، حينئذ يمكن أن يحصلوا على ثمن خياراتهم وأوراقهم المالية، ويصيرون أغنياء.

وواضعو اللوائح والنظم، يرصدون أيضاً سلوك المديرين، وغالباً يكون لديهم شركاء في مكاتب استشارية أو مكاتب مراجعة أو مكاتب

قانونية، وهذه الشراكة تكون جزءًا لا يتجزأ من النظام. فبمشاركتهم في نظام الشركة، يعرفون كيف تعمل. وللأسف قد يكون أيضاً لهم بعض التعارض في المصالح.

هذا الكتاب يصف الراصدين وآليات الرصد التالية:

- عقود الحوافز التي يفترض أنها توازي حوافز المديرين مع مصالح المساهمين.
- المحاسبون والمراجعون الذين يفحصون القوائم المالية للمنشأة .
- مجالس الإدارة الذين يمثلون المساهمين.
- بنوك الاستثمار والمحللين الذين يعرضون الأوراق المالية على الجمهور للبيع ويقيمونها.
- الدائنون ووكالات تقييم الائتمان الذين يرصدون قدرة المنشأة على سداد ديونهم.
- سوق الشركة المراقبة، حيث يمكن للمنشآت الجيدة الاستيلاء على الشركات السيئة.
- لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC) المخولة بوضع اللوائح والنظم لصناعة الأوراق المالية .

قوانين الحوكمة الجديدة: INTERNATIONAL MONITORING

بعد استعراض ما سبق، يمكن القول إن لكل دولة نظاماً معيناً في عملية الرصد. فنجد في الولايات المتحدة قوانين تدعم مصالح المديرين مع مصالح المساهمين. ومع هذا نجد اختلافات مهمة. وبعض الدول تستخدم عقود أجور مختلفة، ولها معايير محاسبية مختلفة. وكثير من الدول ليست لديها بنية استثمار المؤسسات كالولايات المتحدة. وبعض الدول ذات اتجاه بنكي بدلاً من اتجاه أسواق رأس المال. والبيئة القانونية للدولة يمكن أن توضح بعض الفروق.

ومع هذا، فإن فضائح الشركات يمكن أن تحدث في كل دولة. وفي هذا الكتاب، يحتوي كل فصل على منظور دولي عن هذا الموضوع.

ملخص SUMMARY

شكل الشركة يتيح للشركات المحتاجة لرأس المال الحصول عليه والتوسع وبذلك تساعد الاقتصاد، كما يتيح للناس أن يوفروا هذه الأموال ويربحوا الملكية في الأعمال. وعيوب الشركات المساهمة تكمن في العلاقات بين الملكية والرقابة. فالمديرون الذين يراقبون المنشأة يمكنهم أن يأخذوا ميزة المستثمرين المالكين للشركة.

ولمنع السلوك الإداري السيئ، يحاول المساهمون موازاة مصالح المديرين بمصالحهم، من خلال برامج الحوافز المتضمنة أوراقاً مالية وخيارات الأوراق المالية. كذلك في نظام الشركة مجموعات عديدة مختلفة من الأفراد الذين يرصدون المديرين، وللأسف فكل من حوافز الموازاة ومجموعات الرصد يضعون مجموعة مشكلاتهم على الطاولة. ونظام الشركة له حوافز متشابكة تجمع لخلق بيئة تجعل الأفراد يعملون بلا أخلاق.

والفصول التالية، تناقش كل جانب من نظام الحوافز والرصد لحوكمة الشركة.

الفصل الثاني

حوافز المديرين (دعماً أم إضعافاً للحوكمة)؟

Executive Incentives

ملكية الشركة والرقابة منفصلتان بين طرفين، نظراً لأن حملة الأوراق المالية يملكون الشركة، والمديرون يراقبونها، لذلك توجد مشكلة بين الملكية والرقابة فحواها اهتمام المديرين بالملاك الذين يستطيعون أن يضعوا مصالحهم الشخصية على حساب الملاك، ويطلق على هذا الوضع "مشكلة الموكل والوكيل" أو "مشكلة الوكالة". والمساهمون هم الموكلون، والمديرون هم الوكلاء الذين يديرون الشركة. فإذا كان المساهمون لا يمكنهم فعلاً رصد سلوك المديرين نظراً لأن المديرين قد يغريهم استخدام أصول الشركة لتعزيز أسلوب حياتهم كمنافع خاصة.

وحلول مشكلات الوكالة تتجه نحو تحديد وتحليل الحوافز والرصد. ومجلس الإدارة والمراجعون والمكونات الأخرى لنظام الحوكمة والمتصلة بمن يعملون لرصد المديرين، وحل مشكلة الحوافز، يستوجب فض الاشتباك بين ثروة المديرين وثروة المساهمين، حتى إذا كان كل منهم يشارك في نفس الهدف، ولا يتحقق هذا إلا بتوافق حوافز المديرين مع رغبات المساهمين، مع ضمان قيام المديرين بتبني طرق تفيد المساهمين، ولتوافق مصالح المديرين والمساهمين يمكن القول بأن معظم المديرين قد يتلقون أوراقاً مالية كمكون مهم من أجرهم.

الإغــراءات المكنة للمديرين:

POTENTIAL MANAGERIAL TEMPTATIONS

للمدير تأثير على مجموعة متنوعة من ذوي المصلحة الذين يتأثرون بقراراته، منهم المستثمرون مثل حملة الأوراق المالية (المالكون)،

والمقرضون، وعملاء المنشأة وموردوها، والعاملون فيها، الذي هو منهم بالطبع. فالمدير الجيد، عليه أن يضع احتياجات كل هؤلاء قبل احتياجاته، ولكن الطبيعة البشرية تغريه بأن يفضل احتياجاته هو أولاً.

ومن مظاهر قيام المدير بخدمة ذاته ما يلي:

- عدم بذل العناية المطلوبة.
- تعيين الأصدقاء والأقارب بالشركة.
- استهلاك مكثف للأشياء التي لا تكلفه شيئاً (كشراء أثاث مكتبي خارج عن العادة، واستخدام سيارات الشركة، والتمتع بميزانية خاصة كبيرة).
- بناء إمبراطوريات (جعل الشركة أكبر من حجمها، برغم أن هذا يمكن أن يؤثر على قيمة السهم).
- عدم مراعاة المخاطر، وعدم استغلال الفرص .

ولتجنب قيام المديرين بالسلوك غير الرشيد السابق، فإن أهم الآليات هي إقرار حوافز نقدية لهم، لضمان مراعاة حقوق الأطراف الأخرى من ذوي المصلحة بالشركة.

صور دخل المدير من الشركة:

TYPES OF EXECUTIVE COMPENSATION

يُعطي المديرون صوراً مختلفة من الدخل، فلهم راتب أساسي، بجانب حصة المعاشات، فضلاً عن مجموعة امتيازات (سيارة الشركة – عضوية النادي..الخ) كذلك مديرو القمة يمكن أن يأخذوا (بوانص) مرتبطة دائماً بمقاييس أداء على أساس المحاسبة، وأخيراً يمكن أن يأخذوا ثروة إضافية كمكافأة للمدير عند زيادة سعر الأوراق المالية للشركة.

الراتب الأساسي والبوانص (المكافآت): Base Salary and Bonus

كما في معظم الوظائف، يتقاضى المدير راتباً معيناً شهرياً. ويتجه سلوك المديرين باستمرار للارتفاع لطلب المزيد، مقارنة بنظرائهم في الشركات المنافسة، وهذا الراتب الأساسي يكون على أساس حجم الشركة،

ونوع النشاط أكثر مما يكون على أساس صفاته هو من حيث الخبرة والعمر ونجاحاته الماضية. وفى مسح سنوي لشركة Mercer للاستشارات في الموارد البشرية، بالاشتراك مع (صحيفة وول ستريت) على (350) من أكبر الشركات الأمريكية، ودراسة حجم الرواتب، فقد بلغ الراتب الأساسي للمدير في المتوسط في هذه الشركات حوالي (975.000) دولار سنوياً.

وفى نهاية كل سنة، يتلقى المدير مكافآت (بوانص) على أساس أداء المنشأة في السنة الماضية، طبقاً لمقاييس الربح المحاسبي، وعوائد الأسهم، والمكاسب الأخرى مثل الفوائد والضرائب والقيمة الاقتصادية المضافة التي تمثل نوعاً من مكاسب رأس المال. وعلى أي حال، يجب الوصول إلى حد أدنى حتى يمكن منح (البوانص)، وكلما زاد هذا الحد الأدنى زادت (البوانص)، هذا وقد بلغ متوسط هذه البوانص في المتوسط في الشركات الكبيرة نحو (1.5) مليون دولار سنة 2004 في الشركات الأمريكية المذكورة.

خيارات الأوراق المالية للمديرين: Stock Options

يمثل هذا شكلاً شائعاً كحافز للمدير، وهو عقد يتيح للمدير شراء أسهم بسعر محدد يسمى (exercise price) أو (Strike price) ويأخذ المدير الفرق كربح . فمثلاً إذا كان سعر السهم في السوق (50 دولارًا) اليوم، ويمنح المدير مجموعة أسهم بهذا السعر، فإذا زاد السعر مثلاً إلى (75) دولارًا للسهم، في هذه الحالة، فإن المساهم يتلقى 50% عائدًا على ما يملكه من أسهم، ويمكن للمدير في ظل هذا الخيار أن يبيع أسهمه، فيكسب 25 دولارًا في السهم، فإن وصل السعر إلى (100) دولار للسهم، يستطيع المدير الذي عنده مليون سهم خيار أن يكسب 50 مليون دولار. وعلى العكس، إذا هبط السعر إلى أقل من (50) دولارًا، ففي الغالب لا يبقى للمديرين خيارات الأسهم، فدائماً يبيعونها لكسب الفرق.

وتعتبر خيارات الأوراق المالية للمديرين بمثابة حافز لإدارة الشركة بطريقة رشيدة لصالح الملاك أصحاب الأوراق المالية للشركة، وهنا يحدث توازي المصلحتين، وهذا المسلك يمثل أحد حلول مشكلة فصل الملكية والرقابة بطريق عقد خيار الأوراق المالية الذي لا يجب أن تزيد مدته بشكل

عام على عشر سنوات، ولكن الخوف يكمن في تعمد المديرين القيام بزيادة سعر الأوراق المالية بصورة وهمية لممارسة هذه الخيارات. وبعد انتهاء مدة العشر سنوات، ينتهي الخيار، ولا يستطيع المديرون بيع أو تحويل خياراتهم، وهنا ليس لديهم حافز لحماية المستثمرين من مخاطر سعر الأوراق المالية.

تسعير الخيارات محاسبياً: Options and Accounting

شيوع خيارات الأوراق المالية كحافز في الـ US، جاء جزئياً من المعاملة الضريبية لكل من المديرين والشركة. وعند منح الخيارات، يجب على الشركة أن تفصح عن تكلفة محاسبية للاختيار، حيث إذا وصل سعر الاختيار أقل من السعر الجاري للأوراق المالية، حينئذ يتم استهلاك التكلفة على فترة حياة الاختيار. ولأن معظم الخيارات كانت تمنح بسعر يساوي السعر الجاري للأوراق المالية، فلا تستطيع الشركة أن تقدر تكلفة الاختيار، كما أن المدير يمكنه أن يختار السنة التي سيمارس فيها اختياراته، وبذلك فهو المتحكم في فترة الالتزام الضريبي عن المكاسب الرأسمالية التي تقل دائماً عن ضرائب الدخل الشخصية النظامية.

أقصى مدفوعات في البورصة لسنة 2004 تتضمن (الرواتب، المكافآت، والعائد على الأسهم)			
أسماء الشركات	الأرقام	أسماء الشركات	الأرقام
- تيري سمل	$109,301,385	- دويت شار	$51,058,500
- سيفن جوب	$ 86,315,789	- بروس كارتز	$47,288,228
- ليو فرانكفورت	$ 64,918,520	- روبرت تول	$44,420,611
- جون ويدر	$ 54,960,893	- بول اتفون	$40,543,354
- شركة الراي للخدمات البترولية	$ 52,648,142	- ايدورد زاندر	$38,851,374

وبناء عليــه، فكل ما يحصل عليه المدير من مكاسب خيارات الأسهم، لا تظهر كتكلفة في قائمة دخل الشركة، ولا يوجد معيــار محاســبي يــنظم المحاسبة عن هذه التكاليف، وبذلك يصعب قياس التكلفة الاقتصادية لأســهم الشركة.

وللتدليل، نفترض أن لإحدى الشركات (100) مليــون ســهم قائمــة، وأعطت المديرين خيارات (10) ملايين سهم، وهناك حاليــاً مكاســب (100) مليون دولار لهذه الأسهم، بواقع دولار عن كل سهم، فإذا مارس المــديرون خيارهم، فسوف يبيعون (10) ملايين سهم، بسعر الشراء في ســوق الأوراق المالية وذلك كمقابل (10) ملايين سهم قائمة، وبما معنــاه أن مكاســب (100) مليون دولار تصبح فقط (0.9) دولار للسهم، ونتيجة هبوط مكاســب الــسهم (9%) تصبح الشركة أقل ربحية أمام مساهميها.

ولتجنب ذلــك، يجب على الشركات اعتبار خيارات أســهم المــديرين مصروفات بقائمة الدخل، للإفصاح عن القيمة الحقيقية لأسهم الشركة بشفافية أمام جميع الأطراف المشاركة، وعلى ذلك تصبح خيارات الأسهم للمــديرين أقل جاذبية لهم، وهذا يمثل مدخلاً لتحسين حوكمة الشركة.

وبسبب إدراك أن خيار أسهم المدير قد يكــون مــساهماً فــي فــشل الحوكمة، فكثير من الشركات بحثت عن بديل كمقابل حافز طويل الأجل، وقد شاع نوعان من هذه البدائل :

منح أوراق مالية مقيدة.. ومنح أسهم أداء:

Restricted stock - Performance stock

الأولى: أوراق مالية عادية للشركة، تشمل قيداً يتطلب مدة معينــة أو هدفاً معيناً يتحقق عند بيعها. فقد يتسلم المدير منحة من الأسهم بقيــد عــشر سنوات، يجب أن تمر قبل إمكانه بيعها وهذه ميزاتها عــن الخيــارات، لأن قيمتها لن تكون صفراً عند هبوط السعر. لذلك فإنها ليست لها الحوافز غيــر المنتظمة التي تسببها خيارات الأسهم (الخيارات مختلفة في هذا، لأن قيمتهــا التي تمارس يمكن أن تنتهي بقيمة كبيرة أو لا شيء).

والثانية: أوراق مالية تُعطى للمديرين فقط عند الوفاء بمعايير معينة للأداء، ولا شك في أن هذه الأسهم يمكن اعتبارها (بوانص) عن أداء تحقق سابقاً.

فلو زاد سعر الأوراق المالية للمنشأة، تصبح أسهم الأداء أكبر قيمة للمدير في الشركات الكبيرة.

وهناك طريقتان لفحص مقابل أسهم الأداء:

الطريقة الأولي: معرفة العلاقة الإيجابية بين أداء الشركة، ومكافأة الإدارة، والذي يُعرف (Ex – Past – Evidence) (كدليل لاحق). بمعنى ربط مكافأة المديرين بقيمة الشركة.

الطريقة الثانية: تقدير مكافأة المدير على أساس الحافز، هي معرفة ما إذا كانت هذه الشركة التي أخذت بهذه الآلية قد حققت زيادة في الأداء، ويُسمى هذا Ex unte Evidence (كدليل سابق)، بمعنى ربط مكافأة المديرين كحوافز بما يمكن أن يزيده من الأداء.

ورغم أهمية ربط حوافز المدير بأداء الشركة، فإنه ودائماً نلاحظ أن هناك زيادة ملحوظة في دخول المديرين لا تقابلها جهود لإدارة المخاطر التي قد تواجه الشركة. وبذلك تصبح هذه الحوافز ضارة على المساهمين، ولذلك يصعب ربط أداء الشركة. بعقود أجور الإدارة أمراً سلبياً، بدليل لو كان أداؤها جيداً، كيف نكون متأكدين بشكل يعتمد عليه، أن عقد الأجر على أساس الحافز له أي صلة بتحسين أداء الشركة.

مخاوف الأرباح المحاسبية كمقياس للأداء:

DOES INCENTIVE-BASED COMPENSATION WORK IN GENERAL?

استخدام الأرباح المحاسبية لقياس الأداء له مخاطر عديدة:

أولاً: إذا زادت الأرباح المحاسبية، فيمكن للمدير أن يهمل نشاط البحوث والتطوير الذي قد يجعل الشركة أكثر ربحية مستقبلاً.

ثانياً: الأرباح المحاسبية يمكن أن يكون بها تلاعب محاسبي.

ثالثاً: خطة (البوانص) تتغير كل سنة، فإذا لم يتحقق الحد الأدنى من الأرباح في سنة، فقد يسعى المدير إلى تحريك المكاسب من السنة الحالية للمستقبل للسعي نحو تحريك (خطة بوانص) في السنة التالية بشكل مصنع، بما يتيح فرصة للمدير في تسلم (البوانص). وهذا بفعل التلاعب في مكاسب الأجل القصير، بدلاً من التركيز على مكاسب الأجل الطويل، وثروة المساهمين.

مشكلات حوافز خيار الأوراق المالية للمديرين :

POTENTIAL "INCENTIVE" PROBLEMS WITH INCETIVE-BASED COMPENSATION

هناك إمكانية أن خيار الأوراق المالية لا يتوازى مع الحوافز الإدارية، وأيضا قد لا يتوازى مع أهداف المساهم. **وفيما يلي أهم مشكلات الحافز المرتبط بخيارات المديرين:**

1- عائدات المساهم تمثل تقديراً مقبولاً لسعر الأوراق المالية وتوزيعات الأرباح، في حين أن خيار الأوراق المالية يمثل تقديراً غير مقبول لسعر هذه الأوراق، بسبب ما يمكن أن يقرره المدير لزيادة توزيعات الأرباح بشكل يؤثر وبشكل مقصود في زيادة سعر الأوراق المالية.

2- سعر الأوراق المالية يكون أكثر احتمالاً للزيادة عندما تدخل الإدارة في مشروعات استثمارية جديدة ذات مخاطر عالية، لذلك عندما تستخدم الشركة الخيارات لتعويض الإدارة، فيجب العمل باستراتيجية أعمال عالية المخاطر.

3- تفقد خيارات الأوراق المالية بعض الحافز للإدارة إذا هبطت أسعار الأوراق المالية بأقل من سعر شرائها، وفي هذه الحالة تصبح الخيارات غير محفزة للمديرين.

4- قد يحاول المدير التلاعب في المكاسب، ومن ثم تعظيم الأرباح في سنة مستهدفة لجعل سعر الأوراق المالية أكثر لصالح ممارسة الخيارات. وهذا التلاعب يمكن أن يقلل من المكاسب، (ومن ثم سعر الأوراق المالية) بعد السنة المستهدفة. بمعنى أن المديرين قد يحاولون عمل ما يمكنهم لتحديد وقت تحركات سعر الأوراق المالية ليتماشى مع الآفاق الزمنية لخياراتهم في الأوراق المالية .

حالة الاقتصاد وخيارات الأسهم للمديرين:

Another Problem with Executive Stock Options

الميزة الفعلية لخيارات الأوراق المالية تتحقق عندما تتوازى حوافز المديرين مع أهداف حملة الأوراق المالية ودون تأثير مقصود على أسعار الأوراق المالية، غير أن الحقيقة تؤكد أن المديرين لهم فقط تأثير جزئي على هذه الأسعار التي تتأثر بأداء الشركة، وبعوامل كثيرة خارج تحكمهم، خاصة قوة أو ضعف الاقتصاد، فعندما يكون الاقتصاد ناجحاً ترتفع أسعار الأوراق المالية، بل إنه حتى في الشركات ضعيفة الإدارة، ترتفع أسعار أوراقها المالية أيضاً، وهذا يجعل المديرين في هذه الشركات يحصلون على ثروات دون استحقاق لها، وفي المقابل قد تهبط الأوراق المالية بسبب ظروف الاقتصاد الضعيف أو تشاؤم المستثمر، وهنا فالشركة ذات الإدارة المتفوقة عن المنافسين قد تظل أسعار أوراقها المالية هابطة، حينئذ يمكن مكافأة المديرين رغم أن خياراتهم قد هبطت قيمتها مع هبوط السوق.

وتفقد الخيارات فاعليتها مع هبوط أسعار الأوراق المالية كثيراً عن سعر شرائها. وقد يختار المديرون مشروعات ذات مخاطر فتكون لهم فرصة لزيادة سعر الأوراق المالية مع نجاح هذه المشروعات، ولو حدث العكس ولم تنجح تلك المشروعات، فيفقد حملة الأوراق المالية نقودهم، حينئذ يطلب المدير من المجلس إعادة تسعير الخيارات، وكذلك أنصار إعادة تسعير الخيارات يقولون إنه من الضروري الإبقاء على المديرين بالمنشأة.

أدلة دولية لحوافز خيارات أسهم المديرين : Real-World Examples

حالة شركة ديزني وسلوك إدارتها:

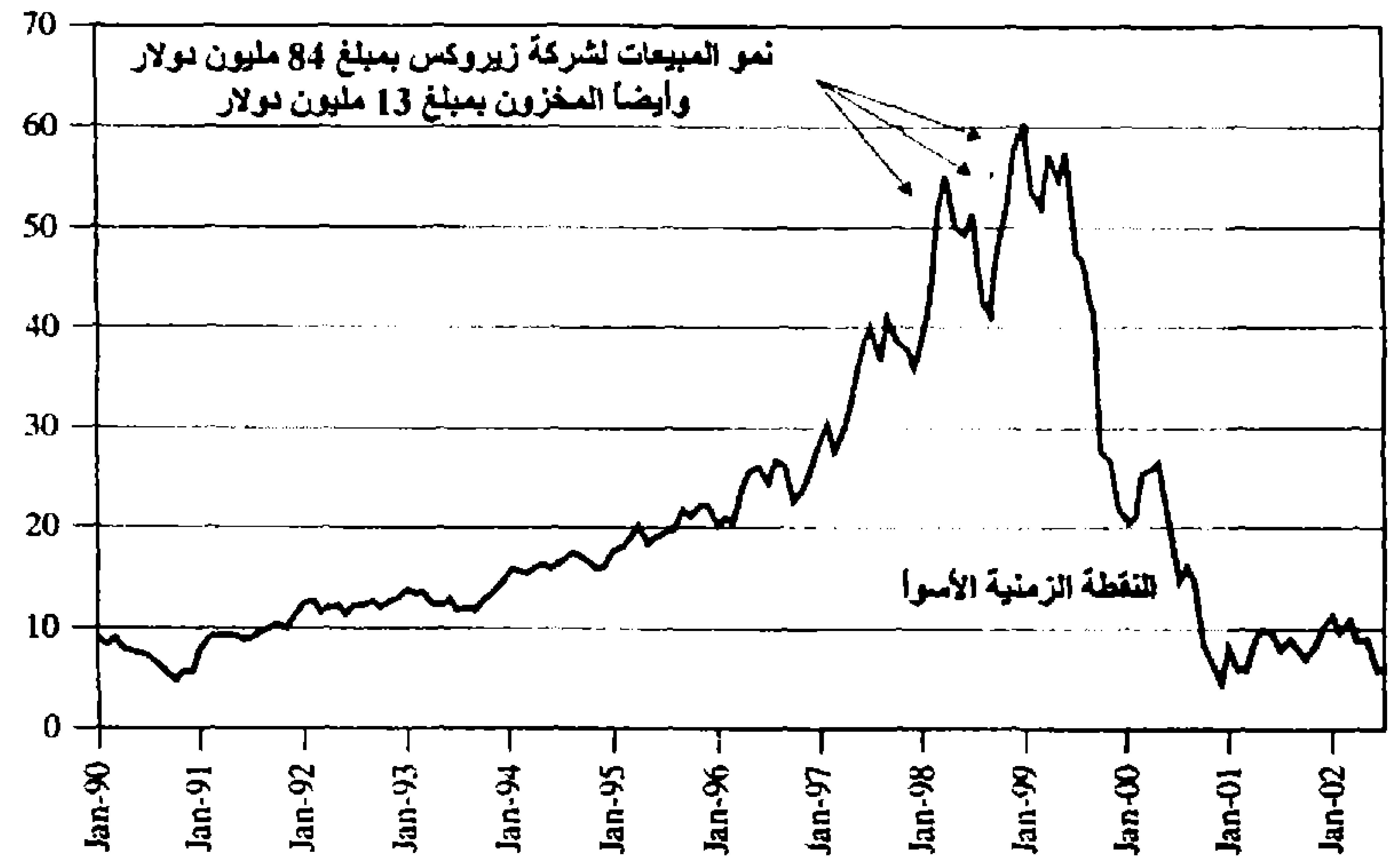
هناك توجه من مجلس إدارة شركة ديزني، بأن استخدام خيارات الأوراق المالية يمكن أن يكون طريقة قوية لتوازي مصالح المديرين وأصحاب الشركة من حملة الأسهم. ولكن هل هي طريقة فعالة ؟ قامت شركة ديزني بإعطاء (ميخائيل إيزيز) المدير التنفيذي بها ملايين الأوراق المالية كخيارات، فلو استطاع إضافة قيمة جوهرية لديزني لا يمكنه تحقيق ثروة هائلة من خيارات الأوراق المالية حال ارتفاع سعرها. ففي سنة 1997 حققت شركة ديزني مكاسب تقدر بثلاثة أضعاف ما تحقق سنة 1992، وأضاف (إيزيز) (13) بليون دولار لقيمة الشركة، مما تسبب في تضاعف سعر أوراقها المالية. وقد استفاد حملة الأوراق المالية كثيراً من هذه القيمة، وكذلك (ميخائيل إيزيز) الذي بلغ راتبه سنة 1997 (750.000) دولار، بالإضافة إلى بونص قدره (9.9) مليون دولار، فضلاً عن تحقيق (5.6) مليون دولار من بيعه خيار الأوراق المالية. وللأسف، فقد هبطت أسعار الأوراق المالية لشركة ديزني سنة 2001، وفقدت الشركة (158) مليوناً بفعل انخفاض سعر السهم، ولم ينخفض بالتبعية راتب (إيزيز) رغم أنه لم يتلق (بونص)، ولم يمارس خيار الأوراق المالية نتيجة ارتباط راتبه وغيره من المديرين بأداء أرباح الشركة، وأسعار أوراقها المالية، الأمر الذي أثر على حقوق المساهمين الذين فقدوا أكثر من نصف قيمة أسهمهم المستحوذة سنة 1997، ومع هذا فقد حافظ (إيزيز) على دخله، وتلقى مقابل أسعار الأوراق المالية وإن كان معظمها قد اختفى لاحقاً.

هذا مثال من شركة ديزني لم يشوبه غش أو تلاعب، بل كان بفعل ما قرره مجلس إدارة الشركة من خيارات الأوراق المالية للمديرين بالشركة، وبالتالي خلق إمكانية تحقق دخل لهم في الأجل القصير فقط، الأمر الذي يجعل المديرين مضللين للجمهور لإثراء أنفسهم.

حالة شركة زيروكس وسلوك إدارتها:
MANAGEMENT'S BEHAVIOR AT XEROX

في دعوى أقامتها بورصة الأوراق المالية ضد زيروكس بسبب قيام الإدارة العليا بالشركة بتبني نظام غير سليم محاسبياً، الأمر الذي أحدث نوعاً من المناورات المحاسبية لتحقيق مكاسب للإدارة على حساب حملة الأسهم، وعندئذ تمت إعادة صياغة القوائم المالية لإظهار حقيقة دخل الشركة، وتجنب الممارسات المحاسبية غير السليمة، وتحقيق شفافية في مستوى الإفصاح المالي للمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، ورغم ذلك فقد قامت إدارة زيروكس بوضع أهداف رقمية كي تتحقق من خلال التلاعب المحاسبي، وبذلك لم تشهد الشركة نمواً في هذه الفترة بل ساعدت الأرباح المصطنعة في زيادة سعر الأوراق المالية التي زادت من (13) دولاراً في نهاية 1996 إلى (60) دولارًا في 1999 وفي تلك الأثناء باع CEO زيروكس (بول أيلن) أوراقاً مالية بأرباح (16 مليون) دولار، كما باع المديرون ما قيمته (79) مليون دولار من الأوراق المالية بين 1997، 1999 منها (48) مليون دولار من ممارسة خيارات الأوراق المالية، وهذا يوضح مدى العلاقة بين التقارير التحاملية وسعر الأوراق المالية.

وقد اعترفت زيروكس للجنة (SEC) بأنها سجلت بشكل غير صحيح، مكاسب ووافقت علي دفع غرامة (10) ملايين دولار، وطبعاً هذه الغرامة قد أثرت على حملة الأوراق المالية نتيجة هبوط سعر الأوراق المالية إلى أقل من (10) دولارات للسهم، ولهذا فقد انهارت الشركة رغم تلقي المديرين ملايين الدولارات. ويمكن توضيح حالة الشركات في الشكل رقم (2-1).



شكل (2-1) يوضح الشكل السابق بعض الممارسات غير السليمة – كالمبيعات والمخزون – التي تم اكتشافها بمعرفة الجهات الرسمية المعنية داخل وخارج الشركة

اعتبار خيارات المديرين بمثابة مصروفات :
Expensing Executive Options: An Easy Solution?

طالب الكثيرون باعتبار تكاليف خيارات الأوراق المالية ضمن مصروفات الشركة في القوائم المالية عن نفس الفترة، عندما تتعرض أسعار الخيارات لأسعار تساوي أو تقل عن السعر الجاري للأوراق المالية لتجنب المكاسب غير المقبولة للمديرين عن أوراقهم. فكلما زاد منح الخيارات وطالت المدة المسموح لهم فيها بممارسة الخيارات، كلما زادت قيمة الخيارات. وباستخدام تفاوت عن الصيغة المعروفة باسم "نموذج تسعير الخيارات" (Black – Stocks). فالقيمة للخيار الممنوح يمكن تقديرها. وفى ظل اللوائح التي يصدرها (FASB) السارية عام 2005، فإن قيمة الخيارات الممنوحة يجب الآن إنقاصها من دخل المنشأة في التقارير، **وهناك من الأسباب المقبولة لاعتبار هذه الخيارات ضمن المصروفات:**

- **السبب الأول:**

لجعل الإفصاح أفضل، وأخذ التكاليف الحقيقية في الاعتبار باستخدام الخيارات كمقابل وإدراجها كمصروفات في القوائم المالية (قائمة الدخل) هو المبرر لوجود تكاليف على الشركة لإصدار هذه الخيارات، حيث توجد مثلاً تكلفة اقتصادية على المساهمين عندما يحول المديرون ملايين الدولارات في الخيارات إلى أوراق مالية عادية، ثم يبيعونها في سوق الأوراق المالية، فكان هذا السبب مدعاة لمزيد من الشفافية .

- **السبب الثاني:**

أنها قد تقلل مقدار الخيارات التي يتسلمها المديرون، ومن ثم تقلل إجمالي المقابل المادي لها، وكان تركيز الإعلام على ما حصل عليه المديرون في أواخر التسعينيات سبباً في بروز هذا الاهتمام الجماهيري، فكان عدم تسجيل تكلفة خيارات الأوراق المالية بطريقة أو بأخرى هو المدخل لإخفاء المبالغ الضخمة التي تدفع لهم. كذلك إذا كانت هذه التكلفة محسوبة في المصروفات، ومن ثم تقلل مكاسب الشركة في التقارير، ومن ثم لا تكون الشركة بهذا القدر من الكرم في منحهم هذه الخيارات.

- **السبب الثالث:**

الانطباع بأن منح الخيارات للمديرين يساعدهم في حدوث فضائح كثيرة، حيث أعطت الخيارات المديرين حق الانتفاع من سعر الأوراق المالية للشركة، وذلك بالتلاعب في التقارير المحاسبية لرفع مصطنع لسعر السهم حتى يتزايد حافز المديرين.

ومع هذا، فإن اعتبارها كمصروفات قد لا يمثل حلاً سهلاً وتلقائياً للمشكلة، لأن بعض الصناعات الأخرى خاصة التي تعمل في مجال التكنولوچيا تستخدم الخيارات لكثير من العاملين وليس فقط للمديرين. فمثلاً ميكروسوفت تصدر خيارات لمعظم العاملين بها. وكثير من شركات التكنولوچيا تعترض على اللائحة الجديدة للـ (FASB) حتى ولو أن بعض الشركات غير قطاع التكنولوچيا تستخدم الخيارات كأجور للمديرين الوسط، والمستوى الأدنى مثل شركة (Kohls Corp) وهي سلسلة متاجر. كذلك معتاد في الشركات في بداية نشاطها أن تدفع للعاملين جزئياً خيارات أوراق مالية للمساعدة في تعويض الرواتب الضعيفة.

ولكن ماذا يحدث بعد حساب تكلفة الخيارات كمصروفات ؟ خفض المكاسب بالتقارير قد يسبب أن تقوم الشركة بتخفيض نظام الخيارات، وهذا قد يمنع نمو الشركات الجديدة، كما قد يكون له تأثير على الاقتصاد، حيث إن دور الشركات الجديدة ذو أهمية كمصدر لخلق وظائف جديدة.

تعويضات أخرى تضعف حوكمة الشركة: OTHER COMPENSATION

غالباً يتلقى المديرون أشكالاً أخرى من المقابل، أحياناً لا تقرر عنها في المستندات الرسمية. فتعطي الشركة سيارات فارهة لمستشاريها، وشققاً فاخرة، وسفريات شخصية.

كذلك منح مقابل التقاعد (أو الاستقالة) شائع كذلك، فعندما يتقاعد المدير السابق يحصل على بعض الامتيازات. وللتدليل على ذلك، يتلقى أحد مدراء إحدى الشركات (تيرانس موري) معاشاً (5.8) مليون دولار في السنة.

ومنفعة أخرى للمديرين هي أخذ قروض من الشركة بسعر فائدة منخفض جداً. هذه القروض يمكن استخدامها في شراء منازل. وفي شركة Well Fargo اقترض المدير (ريتشارد كوفاسيفتيسن) مليون دولار كدفعة لشراء منزل، وبسعر فائدة منخفض جداً لا يتكافأ مع مجهوداته المقدمة للشركة، كما أن كثيراً من المديرين قد لا يردون هذه القروض.

الجريمة والعقاب: CRIME AND PUNISHMENT

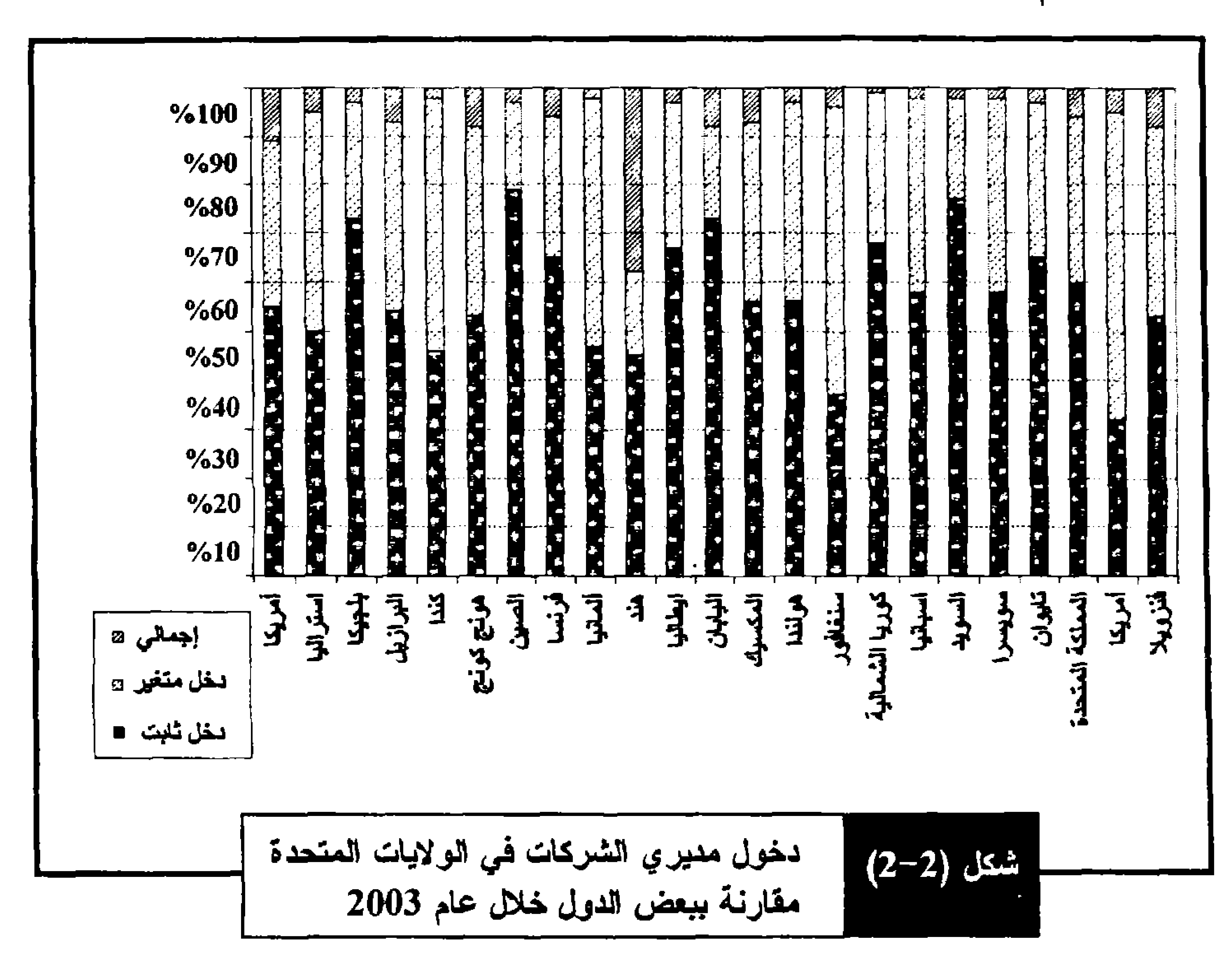
ربما وبعيداً عن الرصد وخيارات الأوراق المالية، تصبح طريقة عقوبة المديرين الذين لا يراعون مصالح المساهمين - كما جاء في قانون (Sarbanes – Oxley) الجديد – مدخلاً مناسباً للحل، وهنا يصبح على مديري الشركات أن يوقعوا شهادة بملاءمة القوائم المالية، وإلا يقعوا في نطاق العقوبات لجرائم ذوي الياقات البيضاء، ففي يوليو 2005 حكم على مؤسس شركة World Com ورئيسها السابق (Bernie Ebbers) بـ (25) سنة سجناً، لمشاركته في غش (11) مليون دولار محاسبياً، والسؤال: هل العقوبات تعمل على ردع السلوك المشين للمديرين؟ واضح أن المكافآت أفضل من العقوبات.

وتوجد ثلاث فئات لتحديد دخل المديرين هي: نظام الأجر الثابت Fixed Pay (راتب أساسي ومنافع)، ونظام الأجر المتغير (أدوات حوافز مثل خيارات الأوراق المالية)، ونظام العلاقات والأجور الإضافية.

منظور دولي لتعويضات ceo حول العالم:
INTERNATIONAL PERSPECTIVE – CEO COMPENSATION AROUND THE WORLD

لقد قام Towers Perrin بمسح لتحديد الفئة الشائعة لدخول المدير، وقد أوضح أن 63% في المتوسط من مديري الشركات في US، كانت أجورهم متغيرة نظراً لأن المكون المتغير أعلى كثيراً في (US) عن الدول الأخرى، وفي شركات سنغافورة (59%) وكندا (52%) بنظام الأجر المتغير. لكن

الشركات الصينية (فيما عدا هونج كونج) تعمل بنظام الأجر الثابت 79%، وبالنسبة المئوية للسويد وبلجيكا 78% و73% على التوالي. ومن هذه الإحصائيات، يتضح وجود تفاوت كبير في مقدار ما يدفع للمديرين في كل أنحاء العالم.



شكل (2-2) دخول مديري الشركات في الولايات المتحدة مقارنة ببعض الدول خلال عام 2003

ملخص SUMMARY

يوجد عيب رئيسي في الملكية العامة للشركات، هو فصل الملكية عن الرقابة. والمديرون الذين يراقبون الشركة، يفترض أنهم يعملون في شركة المساهمين ولصالحهم أولاً.

وقد تغريهم الاستفادة من رقابتهم لإشباع حاجتهم ورغباتهم على حساب المساهمين، وكمدخل لمنع السلوك الإداري غير الرشيد، يحاول المساهمون موازاة مصالح المديرين بمصالحهم من خلال الحوافز، مما في

ذلك خيارات الأوراق المالية. وكثير من الناس يعتقدون أن هذه الحوافز تقلل الفارق بين من يملكون وبين من يراقبون.

وعندما يعمل المديرون بجدية لزيادة أسعار الأوراق المالية للشركة للمدى الطويل، فإن كلا الطرفين يحقق منافع.

ومع هذا سواء كانت الحوافز جيدة أو غير ذلك، فقد ثار جدل كبير، فخيار الأوراق المالية يولد تكلفة اقتصادية، وأحياناً لا يخلق مكافآت صحيحة للمديرين الجيدين والضعفاء.

كذلك، فإن خيارات الأوراق المالية قد تدعم بحوافز أخرى غير متوازنة مع مصالح المساهمين، ونقول إنه لو منح المديرون الحوافز الصحيحة، حينئذ يمكن أن يكونوا قادرين على التحكم في الإغراءات التي تخرجهم عن المأمول من جانب المساهمين.

ولكن وجد أن هذه الحوافز أو المكافآت أحياناً تغرى المديرين بالتلاعب والغش، ليجنوا هذه المكافآت، لدرجة تقديم مكاسب كاذبة. إذن لابد من الراصدين أو المشاركين، وهو ما سنتكلم عنه في باقي أجزاء هذا الكتاب.

الفصل الثالث

المحاسبون والمراجعون (مكافحة الغش المالي)

Accountants and Auditors

المحاسبون والمراجعون جزء مهم من نظام رصد الشركة. فالمحاسبون يتتبعون معلومات الشركة المالية الكمية، ولأن الأخطاء والمشكلات الأخرى (مثل الغش العمدي) قد تحدث في المحاسبة، فالمراقبون يراقبون المعلومات المالية، وهم بذلك قد يكونون في الوضع الأفضل لرصد الشركات. في هذه العملية، يحصل المراجعون على معلومات خاصة حول الشركة لا يمكن لغيرهم الحصول عليها، ويستخدمون هذه المعلومات لتحديد ما إذا كانت القوائم المالية المنشورة للشركة تعكس المستوى الحقيقي للأعمال التي تجري، والإفصاح عن هذه المعلومات للجهات الخارجية المستفيدة عن إحاطة المستثمرين الذين يستخدمون هذه القوائم لتقدير قيمة الشركة. لذلك فإن دور المراجع في تقييم هذه القوائم حاسم.

وفي هذا الفصل، نقدم وصفاً مختصراً لأهمية المحاسبة والمراجعة في حوكمة الشركة. ثم نناقش كيف يسهم المحاسبون والمراقبون في كشف الغش المالي، وكيف يمكن أن يتعرضوا للغش، وما هي آلياتهم في مواجهته؟

وظائف المحاسبة: ACCOUNTING FUNCTIONS

تاريخياً.. كان للمحاسبة دور ومازال في جمع وتصنيف وتقرير معلومات الشركة. هذه المعلومات المحاسبية تساعد الأفراد على القيام بأدوار كثيرة في اتخاذ قراراتهم، سواء كان هؤلاء الأفراد داخليين أو خارجيين عن الشركة.

المحاسبة للاستخدام الداخلي : Accounting for Inside Use

محاسبة الإدارة هي إخراج المعلومات للداخلين، مثل مديري الشركة، الذين يستخدمون هذه المعلومات لقياس مدى التقدم نحو أهدافهم، وإبراز أي مشكلات محتملة مقدماً، فمثلاً يريد المديرون معرفة أي المنتجات تمثل أفضل المبيعات، وأيها ذات مبيعات ضعيفة، وكيف يدار المخزون، وماذا عن النقدية؟ هل يكون لدى المنشأة نقدية كافية لدفع مستحقات الديون الوشيكة؟

المحاسبون يردون على هذه الأسئلة، من خلال أرقام الموازنة والتقارير الخاصة بالأنشطة الحرجة، وتحليل المعلومات، وتقارير الإيرادات، ومشروعات التكاليف، وحتى تحليل المنافسين. وعندما تنظر المنشأة في كيفية التوسع في المنتجات والخدمات، فإن محاسبي الإدارة يساعدون في صياغة سلوك الأرباح من علاقة الإيراد والتكلفة. وباختصار، فالمحاسبة الإدارية لعبت - تاريخياً - دوراً كبيراً في رقابة وتقييم الأعمال وأدائها.

المحاسبة للاستخدام الخارجي: Accounting for Outside Use

كذلك، فإن الخارجيين عن الشركة، يستخدمون معلومات المحاسبة. فالمستثمرون والبنوك والحكومة وذوو المصلحة الآخرون لهم مصلحة فعلية في الصحة المالية للشركة. فالبنوك والدائنون الآخرون يودون معرفة قدرة المنشأة على سداد الديون. والمساهمون يريدون معرفة أرباح المنشأة وأرباحها مستقبلاً. والعاملون لهم مصلحة مزدوجة بسبب مستقبلهم الوظيفي، وعملهم، وقد يكونون مستثمرين من خلال مخطط تقاعدهم.

والمحاسبة المالية توفر معلومات لهؤلاء الخارجيين. وبينما تقارير المحاسبة الإدارية قد تكشف الأداء بالنسبة للمديرين حول المنتجات الفردية أو المناطق، فإن التقارير المالية تلخص الأعمال ككل، رغم أنه يمكن تفصيلها إلى قطاعات ومناطق، وفي حالة الشركات ذات الملكية العامة، تلعب التقارير الربع سنوية والسنوية، والقوائم المالية الواجب إيداعها بسوق الأوراق المالية دوراً في هذا الصدد.

والقوائم المالية الثلاث الرئيسية: (الدخل/ الميزانية العمومية/ التدفقات النقدية) وبعض المعلومات المهمة (مثل: مقالات الصحافة الشعبية، وتوصيات المحللين) يستخدمها الخارجيون لتحديد قيمة المنشأة وأرباحها

ومخاطرها. والخارجيون يحبون أن يكونوا قادرين على مقارنة الشركات بسهولة، لذلك يتطلب الـ (SEC) أن تكون هذه القوائم المالية معدة طبقاً للمعايير المحاسبية المعروفة (GAAP) بالنسبة للشركات العامة، وهذه القوائم هي التي يعدها محاسبو المنشأة ويراجعها المحاسبون المستقلون من مكاتب المراجعة .

ومصلحة الإيراد الداخلي (IRS) تستفيد من المعلومات المحاسبية لأغراض التحاسب الضريبي طبقاً لما يقرره محاسبو الشركة عن الأرباح والخسائر للـ (IRS)، ويحددون بذلك الالتزام الضريبي، وطرق المحاسبة. وإمساك دفاتر المنشأة يمكن أن تكون مختلفة سواء لتقارير المديرين أو للقوائم المالية العامة للـ (IRS). فمثلاً قد يوجد غموض بشأن كيفية تسجيل بعض الصفقات على أساس (GAAP). وعند التقرير عن الأنشطة في التقرير السنوي، تكون خيارات المكاسب أقوى من الواقع على أمل رفع أسعار الأوراق المالية للشركة. وعندما تستكمل نماذج الـ (IRS) تصبح الخيارات أداة لتحجيم المكاسب، ومن ثم تحجيم النفقات الضريبية.

المشكلات التي يمكن حدوثها في المحاسبة:

PROBLEMS THAT MAY OCCUR IN ACCOUNTING

هناك مشكلات محتملة، أولها الأخطاء غير المقصودة والتي أحياناً تكون راجعة إلى الحسابات الخطأ أو تسجيل مصروف وإيراد خطأ، ومشكلة أخرى محتمل حدوثها، عندما يكون مطلوباً الحكم على سلامة أرصدة العملاء، هل تحسب المنشأة كل حسابات المدينين عندما تعرف أن بعض العملاء قد لا يدفعون مقابل ما قدم لهم من بضائع وخدمات؟ أخيراً – يستطيع المحاسبون استدامة الغش، مثلاً يمكنهم المبالغة في الدخل، وتقليل الالتزامات أو المبالغة في قيمة الأصول، أو يمكنهم أن يتعرضوا لمكيدة المديرين بارتكاب الغش دون انتباه من جانبهم. والغش المحاسبي هو ربما المشكلة الأكبر مع المحاسبة خاصة المتعمد (سواء من المدير أو من المحاسب) ويضر بالمنشأة ومساهميها ذوى المصلحة فيها. وبسبب هذا الاحتمال، فإن دور المراجعين مهم.

وظائف المراجعة (الداخلية والخارجية): AUDITING

المراجعون الداخليون : Internal Auditors

يعتبر المراجعون الداخلون أهم الأطراف المشاركة في حوكمة الشركة، ولقد كشفت تقارير العديد من المنشآت التي تولي عناية للمراجعين الداخليين، وتحديد نطاق إشرافهم على الإجراءات المالية والتشغيلية ومراجعة دقة السجلات المالية، وتطبيق التحسينات، مع الرقابة الداخلية لضمان التوافق مع اللوائح المحاسبية، واكتشاف الغش، وإن كانت بعض المنشآت لا تهتم بوجود نظام للمراجعة الداخلية، ولكن الكثير منها خاصة الشركات الكبيرة عندها المراجعون الداخليون لتعزيز محاسبتها وكفاءة رقابتها الداخلية. وفي الحقيقة، أولئك الذين اكتشفوا مبدئيًا الغش المالي في (World Com) كانوا المراجعين الداخليين لنفس الشركة .

أهمية المراجعة الداخلية : قصة بصحيفة وول ستريت

EXERPTED STORY FROM THE *WALL STREET JOURNAL*

في أثناء قيام (Gene Morse) كمراجع داخلي في مايو 2002، وجد قيداً محاسبياً بـ (500) مليون دولار مصروفات كمبيوتر ولم يجد فواتير أو مستندات لمساندة هذا الرقم الكبير فقام بإبلاغ الأمر إلى رئيسه Cynthia Cooper الذي يعمل نائب رئيس المراجعة الداخلية بالشركة، وفي 23 يونيو اكتشف (3.8) بليون دولار مصروفات مخصصة بطريق خاطئ في قيود محاسبية، وكل هذا اعتبره في البداية بمثابة غش محاسبي معروف لدى الشركة، واتضح أنه أكبر حالة غش في تاريخ الشركة. هذا الاكتشاف أدى بالشركة إلى الإفلاس، وأصبح حينئذ وآلاف العاملين بلا عمل، بالإضافة إلى حدوث هزة في سوق الأوراق المالية.

وخلف هذه الرواية تكمن رواية مكتشفة لثلاثة مراجعين داخليين، هم السيد كوبر (38 سنة) رئيس إدارة مراجعة داخلية بها 24 مراجعاً ومساعداً، كثيرون منهم كانوا يرون الأمور هادئة بالشركة للأسف، والسيد/ مورس (41 سنة) والمعروف بقدرته على استخدام التكنولوجيا في تحليل المعلومات، والعضو الثالث هو جلين سميث (34 سنة) الذي يعمل مديرًا تحت رئاسة السيد/ كوبر.

المراجعون الخارجيون: External Auditors

هم محاسبون من خارج المنشأة، يقومون بمراجعة القوائم المالية للمنشأة وإجراءات إعدادها: وظيفتهم هي الشهادة بعدالة تلك القوائم، وأنها تمثل جوهرياً حالة المنشأة. وغالباً يقوم المراجع الخارجي بتقييم النظام والإجراءات التي يستخدمها المراجع الداخلي ليرى إذا كان الاعتماد على التقارير المعدة داخلياً عند إجرائهم أعمال مراجعتهم، **ولقيام المراجعين الخارجيين بأعمالهم، فإنهم:**

1- يجرون مقابلات شخصية مع العاملين لتقدير جودة نظام المراجعة الداخلي.

2- إجراءات ملاحظاتهم الشخصية على أصول الشركة مثل مستويات المخزون.

3- مراجعة عينة من أرصدة الميزانية العمومية .

4- التأكد من سلامة أرصدة عملاء المنشأة لفحص دقة الأصول والالتزامات قصيرة الأجل.

5- القيام بتحليل القوائم المالية، ومقارنة النسب المالية للمنشأة، من فترة لأخرى تالية. وبعد استكمالهم مراجعتهم يعدون تقريراً في هذا الصدد.

ويفترض في المراجعين الخارجيين أنهم مستقلون عن المنشأة، وبسبب وظيفتهم في فحص القوائم المالية المعنية، والالتزام بالـ GAAP، فهم المكلفون بضمان دقة المعلومات المالية للمنشأة لحساب المساهمين. واليوم فإن على المنشآت الأكبر للمحاسبة المعروفة بالأربعة الكبار الذين يقدمون المراجعة الخارجية وهم:

1- Price Waterhouse Coopers.
2- Deloitte & Touch.
3- Ernest & Young.
4- KPMG.

ضرورة وضع رؤية استراتيجية للمراجعة الخارجية، ليستعين بها الأعضاء المنتمون للمهنة في رصد حوكمة الشركة .

دروس مستفادة:

أهمية تقرير المراجعين المستقلين لجنرال موتورز
INDEPENDENT AUDITORS REPORT FOR GENERAL MOTORS

إلى شركة جنرال موتورز – مديريها ومساهميها :

قمنا بمراجعة الميزانية العمومية المصاحبة والمجمعة لشركة جنرال موتورز وتوابعها في 31 ديسمبر 2004، وقوائم الدخل المجمعة، والتدفقات النقدية، وحقوق ملكية أصحاب الأوراق المالية للسنوات الثلاث في المدة حتى 31 ديسمبر 2004، وتشمل المراجعة المعلومات الإضافية للميزانية العمومية المجمعة والقوائم المجمعة للدخل والتدفقات النقدية (جداول القوائم المالية). وهذه القوائم المالية والجداول مسئولية إدارة الشركة، ومسئوليتنا عن هذه القوائم المالية والجداول أن نعبر عن رأينا عليها على أساس مراجعتنا.

وقد أجرينا مراجعتنا على أساس المعايير المقبولة للمراجعة بالـ (US) وتتطلب هذه المعايير أن نخطط وننفذ المراجعة للحصول على تأكيد معقول بأن القوائم المالية خالية من الأخطاء الجوهرية. وتشمل المراجعة فحصاً على أساس الاختيار، والدليل المساند للمبالغ والإفصاحات في القوائم المالية. كما تشمل المراجعة تقييم المبادئ المحاسبية المستخدمة، والتقديرات المهمة التي قامت بها الإدارة، وتقييم العرض العام للقوائم المالية. ونعتقد أن مراجعاتنا توفر أساساً معقولاً لرأينا.

وفي رأينا، أن هذه القوائم المالية المجمعة، تعرض بإنصاف في كل النواحي الجوهرية المركز المالي، وقد أجرينا مراجعتنا على أساس المعايير المقبولة للمراجعة بالـ (US) وتتطلب هذه المعايير أن نخطط وننفذ المراجعة للحصول على تأكيد معقول بأن القوائم المالية خالية من الأخطاء الجوهرية.

وتشمل المراجعة فحصاً على أساس الاختيار، والدليل المساند للمبالغ والإفصاحات في القوائم المالية، كما تشمل المراجعة تقييم المبادئ المحاسبية المستخدمة، والتقديرات المهمة التي قامت بها الإدارة، وتقييم العرض العام للقوائم المالية.

ونعتقد أن مراجعاتنا توفر أساساً معقولاً لرأينا.

وفي رأينا أن هذه القوائم المالية المجمعة تعرض بإنصاف في كل النواحي الجوهرية المركز المالي للشركة وتوابعها في 31 ديسمبر 2004 وأيضا نتائج عملياتها وتدفقاتها النقدية لكل من السنوات الثلاث في الفترة حتى 31 ديسمبر 2004 وبما يتفق مع GAAP في (US).

كذلك في رأينا أن جداول القوائم المالية عند فحصها كانت مرتبطة بالقوائم المالية الأساسية ككل وتعرض بإنصاف كل الجوانب الجوهرية

للمعلومات الواردة بها، ولنا في هذا الصدد عرض الآتي:

1- الشركة تقوم بتقييم مصروفات القيمة العادلة السوقية بالنسبة للخيارات الممنوحة حديثاً للأوراق المالية كمكافآت وتعويضات على أساس التكلفة الدفترية للأوراق المالية الصادرة للعاملين والمتوافقة مع معيار المحاسبة المالية رقم 123 (المحاسبة بالنسبة للتعويضات على أساس الأوراق المالية).

2- إن تقييم فعالية الرقابة الداخلية للشركة على أساس المعايير المقررة في الرقابة الداخلية (تقويم الإطار المتكامل الصادر من لجنة رعاية منظمات لجنة Treadway) قد أفصح عن رأي غير مؤهل عن فاعلية الرقابة الداخلية للشركة.

تطور طبيعة المراجعة الخارجية : ACCOUNTING OVERSIGHT

بينما تحتاج البنوك والدائنون الآخرون من التحقق بشكل مستقل عن الصحة المالية للمنشأة، فقد أصبح دور مراجعة القوائم المالية للمنشأة مهماً وضرورياً، خاصة بعد حدوث الفضائح العديدة عن الأعمال بالشركات العامة.

وبسبب المتطلبات التشريعية في أواخر الثلاثينيات، اقتنعت البيوت المحاسبية مع الطلب المتزايد لخدمات المراجعة على ضرورة فحص دفاتر المنشأة المالية لأغراض اكتشاف الأخطاء والغش المالي.

وفي بداية الثمانينيات، بدأت أعمال المراجعة تتغير مع ازدياد عدد المنشآت طالبة خدمات المراجع الخارجي المستقل، ولكن ليس بالقدر الكافي، وقامت بعض مكاتب المراجعة بسرقة العملاء من مكاتب المراجعة الأخرى، وقد تطلب ذلك ضرورة إعداد الميثاق الأخلاقي للمراجعة لدعم أخلاقيات الممارسات التنافسية الأخرى في سوق المراجعة، وبدأت مكاتب المراجعة في خفض أسعارها للعملاء الجدد، وصار المراجعون مصادقين من أجل الحفاظ على عملائهم خاصة الشركات الكبيرة، وبسبب المكانة المقترنة بوجود خط (500) شركة كبيرة كعملاء، صارت مكاتب المراجعة أقل مواجهة في سبل الاحتفاظ بالعملاء، كما صار لمكاتب المراجعة خدمات استشارية

تشير بها على الشركات لتحسين طرق محاسبتها وأنشطة أعمالها. وهذا أوجد مصدراً آخر لمكاتب المحاسبة المستقلة كطريقة لتثبيت علاقاتها مع إدارة الشركات.

ويعتبر المحاسبون مسئولين عن المعلومات المالية للمنشأة. والمراجعون يفترض أنهم يرصدون ويراجعون المعلومات المحاسبية من أجل الدقة – ومع هذا – كل من المحاسبين والمراجعين تحكمهم لوائح وأجهزة نظامية كالـ (FASB) والـ (GAAP) والـ (ESC). وصارت لجنة SEC تأخذ قرارات الـ (FASB) كقرارات سلطة أكثر من معايير الـ (GAAP) رغم أن الـ (SEC) وكونجرس US كانوا معروفين بتأثيرهم على (FASB) في سياساته المحاسبية، وتختص مهنة المحاسبة برعاية (FASB) بدعم مستوى استقلال المراجع الخارجي، وإعطائه الحماية المطلوبة لكي يتخلوا عن مصالحهم الذاتية مع أصحاب الأعمال.

والمراجعون الخارجيون تطلب منهم لجنة (SEC) التأكد من أن القوائم المالية متوافقة مع GAAP، وقد قام المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) بإصدار معايير المراجعة الخارجية إلى أن صدر قانون Sarbaue-Oxley عام 2002 الذي أقر ضرورة وجود مجلس جديد باسم مجلس الإشراف على محاسبة الشركات العامة ليحل فعلاً محل مجلس (AICPA) في دوره كجهة نظامية تشرف على مهنة المراجعة.

وحيث يقوم الآن (PCAOB) بوضع معايير المراجعة، فلا يزال (AICPA) باقياً كمنظمة نشطة، وهي أكبر اتحاد للـ (CPA) الذي يضم أكثر من (330.000) عضو منتظم، ومهمته تقديم المبادئ والقواعد التي تحكم السلوك المهني للأعضاء.

الدور المتغير للمحاسبة حول إدارة المكاسب :

THE CHANGING ROLE OF ACCOUNTING - MANAGING

خلال العقدين الأخرين، تغير دور إدارات المحاسبة في الشركات. وبدلاً من مجرد العمل على توفير معلومات للداخليين، والخارجيين بدأت إدارات المحاسبة، الانتقال إلى مهمة إدارة الربح، وبدلاً من مجرد إعداد

تقرير عن الأرباح الربع سنوية، فقد أصبح مطلوباً من إدارات المحاسبة زيادة الأرباح من خلال تطبيق طرق المحاسبة المتنافسة واختيار الطريقة المناسبة منها لتطبيقها على أنشطة الشركات. وهذه الطرق غالباً تؤدي إلى مستويات مختلفة من الأرباح بالتقارير، وهذا ما يُسمى حالياً بمفهوم إدارة المكاسب (Managing earings).

فمثلاً – قد يشعر المحاسبون بضغط لتلبية الأهداف الداخلية، وقد يريد المديرون أن يظهروا للعاملين لديهم ومجلس الإدارة، أنهم قادرون على زيادة الإيراد، ونقص التكاليف عن طريق ممارسات إدارة الربح، وكذلك قد يشعر المحاسبون بضغط لتلبية الأهداف الخارجية. فالمحللون يضعون تنبؤات عن ربحية المنشأة، وخاصة عن الربح لكل سهم (RPS) فإن فشلت المنشأة في تلبية هذه التوقعات، حينئذ فإن سعر السهم يهبط، ولذلك على المحاسبين استخدام الطرق الممكنة لتلبية هذه التوقعات الخارجية. كذلك قد يطلب من المحاسبين ضرورة تحسين صورة القوائم المالية للمنشأة لتحسين فرصتها في الحصول على تمويل خارجي، مثل قرض بفائدة منخفضة.

فالمحاسبون يمكنهم عمل افتراضات لزيادة الدخل بالتقارير، وخفض الالتزامات القائمة.

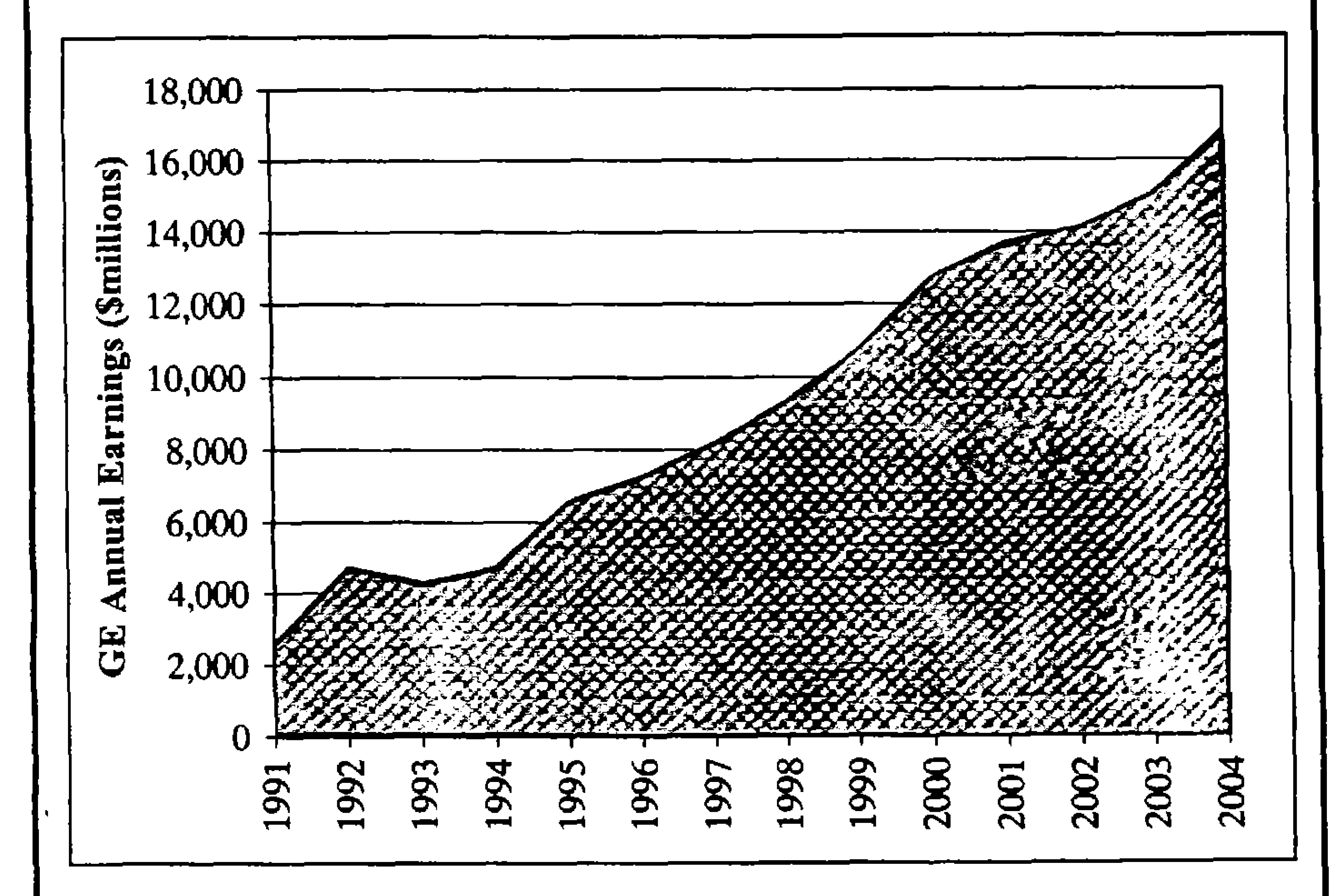
مثال آخر للتفاوت في تطبيقات طرق المحاسبة متعلق برغبة الشركة في التقرير عن نمو ثابت في الأرباح لتمهيد الدخل، فإذا كانت الأرباح التي تولدها أنشطة الأعمال في نمو، ولكن بخطى مغلوطة erratic، حينئذ يطلب من المحاسبين إدارة المكاسب لإعطاء المساهمين إحساساً بتقليل المخاطر، كما يستطيع المحاسبون تأجيل أو تعجيل الاعتراف ببعض الإيرادات لإدارة الدخل في التقارير من سنة لأخرى.

واقع تمهيدي لمكاسب جنرال إليكتريك
GENERAL ELECTRIC'S SMOOTH EARNINGS

وجه اتهام لشركة (GE) باستخدام المعلومات المحاسبية في إجراء تلاعب لإدارة مكاسبها سنة 1995، وكان الاتهام أنها تستخدم عدداً من الحيل المركبة وإن بدت قانونية لتحقيق نموها المستمر. فمثلا: قسم تمويل الشركة ورأسمال الشركة يمكن أن يقللا المكاسب الحالية بأن يكون متشائماً في تقديرات الخسائر المترتبة على القروض، وإذا تم أخيراً دفع هذه

القروض تزيد الأرباح في المستقبل، والمناورة تتم بتحويل بعض المكاسب للمستقبل. فإذا كانت الشركة في حاجة إلى مكاسب أكثر حالياً يمكنها بيع عقار وتستأجر عقاراً آخر والصفقة يمكن أن تتم هكذا: تبيع الشركة مصنعاً إلى مستثمرين بمبلغ (100) مليون دولار، وتوقع إيجاراً طويل الأجل مع المستثمرين، بحيث تسهم GE في استخدام المصنع. ومع هذا لأن المصنع يتم إهلاكه إلى (50) مليوناً يمكن أن تطالب GE بالفرق كمكسب رأسمالي وبذلك تزيد أرباح ما قبل الضريبة لـ (50) مليون دولار. وبديل ذلك يمكن استهلاك الربح على حياة الإيجار وبسبب غموض GAAP فإن المنشآت يمكنها اختيار الطرق المحاسبية التي تفيدها أكثر. وعلى الرغم من أخذ احتياطات للقروض الرديئة وبيع العقارات وإيجارها بشكل قانوني، فإن معالجتها المحاسبية تفترض أن هذه الصفقات تحدث كأنشطة عادية للأعمال، ولكن بعض المنشآت تستخدمها كوسائل محاسبية لإدارة المكاسب على مر الوقت. وهناك منشآت أخرى تعتمد على آلية إدارة المكاسب، فمثلاً(IBM كانت مهمتها أيضاً اتخاذ خطوات مالية في التسعينيات لتحقيق نمو في مكاسب من أنشطة معينة هي بطبيعتها خاسرة.

ويمكن التعبير عن ذلك في شكل (1-3).



شكل (1-3) يكشف الشكل السابق بعض صور تلاعب الإدارة اعتماداً على المعلومات المحاسبية التي لا تتمتع بالإفصاح العادل والشفافية المقبولة مهنياً.

من التحايل إلى الغش: FROM MANIPULATION TO FRAUD

النظام المحاسبي الذي تتبعه الشركات، إما أن يكون بسيطاً أو معقــداً. والمنشآت العصرية للمحاسبة والمراجعة تعرض خدماتها بطريقة قد لا تكون لها أي قيمة في تحسين الأعمال، ولكن لمجرد تحقيق أرباح أو خسائر يمكن تحويلها مستقبلاً إلى إدارة مكاسب. وهكذا تستطيع الشركة أن تتحايــل فــي الأرقام المحاسبية قبل أن تعبر الخط إلى الغش؟ أين هذا الخط؟ فمثلاً: يمكن للمنشأة أن تبيع أصلاً كجرار مثلاً إلى تابعتها (مثلاً فيها كيان بقرض معــين أنشئ كشراكة لغيره) بسعر ضخم جداً – والقيمة الدفترية للجرار منخفضة، لذلك فإن الشركة تسجل مكسباً رأسمالياً كبيراً، فتزداد الأرباح، ويقوم الكيان البائع برسملة تكاليف الجرار، بمعنى أن الكيان التابع يمكن أن يقــرر عــن مكاسب أقل في السنوات المستقبلية التالية التي فيها يــتم إهــلاك الجــرار. فالمنشأة تأخذ الأرباح الآن التي تكون لها للتسوية كمصروفات في المستقبل متعلقة ببيع الجرار الذي لا تزال تملكه، بينما هذه الأنواع مــن المبــادرات تساعد على إدارة المكاسب، ويصبح بذلك تأثيرها محدودًا ما لم تتخط الشركة الخط وتستخدمها بشكل تحليلي.

والضغط على إدارة المحاسبة لتــسهيل المكاســب أو حتــى تمهيــد المكاسب، يمكن أن يتزايد عندما تكون المنشأة لا تلبي توقعــات المــستثمر (المحلل)، وتعتبر إدارة المحاسبة مراكز ربح بفعل الــضغط والإســقاطات قصيرة الأجل لعمليات الشركة، وأحياناً تكون المنشأة ومحاسبوها ومراجعوها عبر الطريق على الخط إلى الممارســات التحليلية. والأمثلة الحديثــة للغش المــالي نجــدها في شــركات Tyco, Adelphia, Rite Aie, Enron, World com – فمثلاً: في 25 يونيو 2002 أوضــحت World Com أن (3.8) بليــون دولار كانت قد سجلت بشكل غير صحيح كاستثمارات رأسمالية بدلاً من مصروفات مستقبلية على مدى خمس سنوات سابقة.

وبصفة خاصة، كان على الشركة أن تدفع مصروفات لشركات التليفونات الأخرى من أجل أن يحول مكالمات عملاء الشركة فوراً. ورسملة هذه المصروفات على عكس GAAP دفعت الشركة المصروفات المتداولة في المستقبل ودفعت المكاسب الحالية (على حساب المكاسب في المستقبل).

وكانت Enron تستخدم طرقاً معقدة لتوليد مكاسب متضخمة في التقارير، فمثلاً باعت أصولاً للكيانات التابعة لها بأسعار عالية لتسجيل مكاسب رأسمالية ضخمة وأرباح، وتدخل الشركة كذلك في عقود لبيع الطاقة لعميل لمدة (30) سنة.

بعد ذلك تقل التكاليف لتقديم الطاقة، وبذلك تضخم الأرباح السنوية للعقد، وهذا ما جعل Enron تظهر رابحة (بشكل خاطئ) في الأجل القصير، ولكنها كانت قاضية على الصحة المالية في الأجل الطويل، بينما هذه الأنواع من المناورات، تساعد في إدارة المكاسب، فإن تأثيرها محدود ما لم يكن التلاعب قد تجاوز الخط، وتستخدم مناورات محاسبية بطريقة تحليلية، ويبدو أن Enron بالفعل قد تجاوزت الخط وفعلت هذا، وأوجدت ترتيبات شراكة معقدة مع توابع أجنبية لتقديم الأسوأ في مخالفتها المحاسبية، وكان (أرثرندرسون) أحد الخمسة الكبار سابقاً المسئول عن مراجعة هذه الشركة.

بينما إدارة المكاسب قد تكون قانونية، ولكن هناك خطأ دقيقاً من المناورة المحاسبية القانونية والغش المحاسبي. ومن المهم أن نبرز أنه عندما لا يحدث غش محاسبي، فالمحاسبون والمراجعون عليهم المطالبة بأنهم كانوا مستقطبين من جانب الإدارة، ومع هذا عندما لا يكون المحاسبون والمراجعون متورطين في العمليات التحليلية، فهذا لا يعفيهم مطلقاً من مسئوليتهم حول كشف الأرقام المحاسبية غير الصحيحة، سواء كانت نتيجة خطأ أو عمل تحليلي.

واقع تضخيم الدخل في شركة

RITE AID'S OVERSTATEMENT OF INCOME

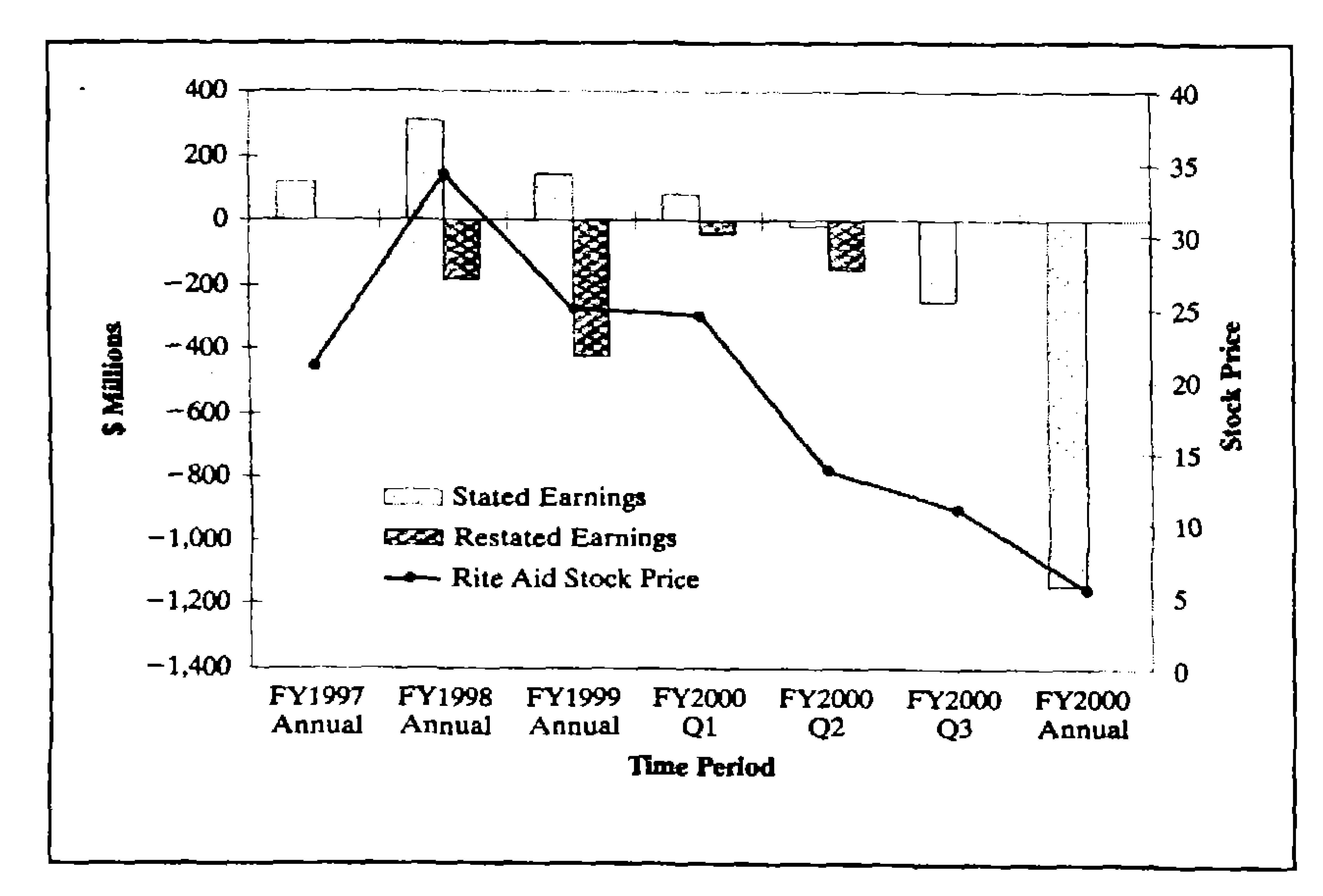
في 2 يونيو 2002 اتهم محكم فيدرالي كبير أربعة مديرين سابقين وحاليين في الشركة بإجراء نظام واسع المدى لتضخيم الدخل. وذكرت (SEC) في تحقيقها أن الشركة أفصحت عن معلومات كاذبة ومضللة في (10) مجالات مختلفة تتدرج من تخفيض تكاليفها، وتضخيم إيراداتها بأرقام تلاعبية من التقارير الربع سنوية والسنوية، وقامت فعلاً بإعادة صناعة

مكاسبها عن السنة الحالية 2002 بطريقة تستند إلى أن (305) ملايين دولار تمثل دخلاً صافياً أصبحت 186 مليون دولار كخسائر.

إن سعر الأوراق المالية لشركة (Rite Aids) خلال هذه الفترة، قد أثر في بلوغ المكاسب المعاد صياغتها نحو (116.7) مليون دولار في هذه السنة، حيث كان سعر السهم وقتئذ (21) دولاراً. بعدئذ حققت الشركة أرباحاً قدرها (305) ملايين دولار في السنة التالية وارتفع بذلك سعر السهم إلى (50.94) دولار. وبعد قليل من الشهور، حققت الشركة مكاسب قدرها (143) مليون دولار، وبذلك بدأ المستثمرون يتحققون من أن هناك شيئاً خطأ عندما هبط السهم إلى (7.85) دولار، عندما أعادت الشركة صناعة مكاسبها.

وكان سعر السهم قد ارتفع اصطناعياً بسبب الغش المالي في التقارير المالية. والمستثمرون الذين اشتروا أسهم الشركة على أساس المعلومات الكاذبة ظانين أن الشركة تربح وتنمو، ونتيجة هذا خسروا أموالهم، والمستثمرون الحاليون كان عليهم أن يخطروا المسئول عن خسائر الشركة حتى يقرروا ما إذا كانوا يبقون أو يبيعون أسهمهم.

وبعد أن صارت الحقيقة علنية، كان الوقت قد فات على المساهمين الذين فقدوا معظم استثماراتهم. والشكل (2-3). يوضح ذلك.



شكل (2-3) العلاقة بين الدخول وإعادة تدويرها وتأثيرها على دعم أسعار الأسهم

المراجعون المستقلون كاستشاريين: AUDITORS AS CONSULTANTS

تقوم المنشآت بطلب الاستشارات الإدارية من المراجعين المستقلين عن المسائل التكتيكية، مثل كيف تدخل في سوق جديدة، والمسائل الاستراتيجية مثل الحصول على دمج أو تصفية منشآت أخرى. وعندما تصير مكاتب المراجعة استشارية تحقق منافع كبيرة عن المشورة الإدارية المقدمة للشركات.

إحدى المشكلات المحتملة بالنسبة لمساهمي الشركة، تحدث عندما تقوم المكاتب الاستشارية كذلك بتقديم خدمات المراجعة، ومن الملاحظ أن الدخل عن إجراء المراجعة أقل كثيراً عن الدخل المكتسب عن الاستشارات، لذلك فإن المراجعين قد يضغط عليهم من قبل إدارة الشركة بأن يجاوزوا حد مهمتهم، وخاصة عندما تدفع لهم مبالغ طائلة عن هذه الممارسة. هذا الوضع يمثل تعارضاً خطيراً في المصلحة بالنسبة للمراجعين الذين تتحدد مسئوليتهم في الرصد الفعال لحساب المساهمين، بدلاً من أن يكون اتجاههم خدمة إدارة الشركة نظير مكافآت معينة عن خدماتهم الاستشارية للمنشأة، ولذلك فإن إصلاح شركة المحاسبة العامة، وحماية المستثمر يستوجبان فصل المراجعين عن الاستشاريين، ومنع منشآت المحاسبة من تقديم خدمات المراجعة والاستشارات لنفس الشركة.

منظور دولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

مقارنة بالنظم المحاسبية المستخدمة دولياً، فالنظام في US متقدم تماماً، وخصائص النظام عالي الجودة بهدف حماية حقوق المساهمين، وذلك من خلال مجموعة قوانين ملزمة، ومعايير محاسبية غير غامضة.

وفي دراسة حديثة على (31) دولة، وجد أن (US) لها أحسن بيئة قانونية لإحباط التلاعب بالمكاسب وتمهيدها. كذلك استراليا وأيرلندا وكندا وUK لديها نظام جيد لحماية المستثمر، وعلى النقيض، فهناك دول حيث التلاعب بالمكاسب أكثر شيوعاً منها النمسا وإيطاليا وألمانيا وكوريا الجنوبية وتايوان، وبينما يتساءل المساهمون عن جودة القوائم المالية في US، فالأرقام المحاسبية لبعض المنشآت غير الواقعية في (US) يمكن أن تكون

ذات جودة منخفضة كثيراً، وعلى هذا فالفضائح في بعض المنشآت متوازنة مع بعض الفضائح الدولية الحديثة.

ضرائب تيكوس تحمي استراتيجيتها
TYCO'S TAX SAVING STRATEGY

الخبراء عموما ينصحون الشركات بوضع استراتيجية لتخفيض الضرائب، آخذين في الاعتبار تجربة تيكوس الدولية – منشآت التصنيع الكهربائية والخدمات بدأت تتحرك لتخفيض الضرائب ابتداء من شهر برمودا 1996. في الولايات المتحدة الشركات بدأت تحاول الحصول على 150 مساعدة من شركات أخرى زميلة مثل شركة بارابدوس وشركة كايمان – والغرض من هذا ليس ترشيد الأعمال ولكن لإخفاء الدخل وتجنب الضرائب. تيكوس خفضت استراتيجيتها الضريبية إلى 600 مليون دولار، التقارير التاريخية لا تمد بالمعلومات عن تصرفات هذه الشركات الغامضة وعن الإعانات الغامضة التي قامت بها هذه الشركات، والتي تعتبرها وسيلة أو سبيلاً للتعايش والبقاء.

الفضائح المحاسبية المذهلة
PARMALAT'S ACCOUNTING SCANDAL

واضح أن المنشآت في US ليست هي الوحيدة في إجراء أعمال صورية مثل فضائح (Enron, Tyco)، فقد تعرضت شركة عملاقة صناعية في (US) لفضيحة محاسبية صارخة، فالمنشأة الصناعية الثامنة في إيطاليا (Parmalat) ربما معروفة جيداً في (US) بسبب اللبن المعقم، وغيرها من منتجات الألبان وقد تعرضت المنشأة لغش مالي بلغ (10) بلايين دولار نتيجة تحقيق أرباح مزيفة، وكان المراجع الخارجي للشركة هو المسئول عن هذا الغش، عندما اقترح على الشركة تقسيم بعض أعمالها حتى يمكن الاستمرار للحفاظ على بعض عملاء الشركة، هذه العملية أوجدت مدفوعات كاذبة للشركة في شكل دين مستحق، وفي نفس الوقت أوجدت الكيانات التابعة حسابات كاذبة حتى تظهر أنها قادرة على سداد ديونها. ومع هذا فقد قام مديرو الشركة بتزوير في المستندات الرسمية لبنك أمريكا، والادعاء بأن الشركة لديها (5) بلايين دولار وديعة بالبنك وقد مرروا هذه الورقة بالفاكس عدة مرات حتى تبدو أصلية، وأخيراً أعلن إفلاس الشركة في 2003 وتم القبض على مؤسس الشركة وابنه وأتباعه مع عدد من المديرين السابقين بالشركة بتهمة الغش المالي.

SUMMARY ملخص

يتتبع المحاسبون السجلات المالية للشركة، ويقوم المراجعون الداخليون والخارجيون بمراجعة هذه السجلات، لذلك يعتبر المراجعون جزءًا مهماً في نظام الحوكمة ليس فقط في مراجعة وفحص معلومات وسجلات الشركة المالية، بل أيضًا في تقييم ممارسات إدارة المكاسب لتلبية الأهداف الداخلية والخارجية، وتمهيد الدخل بالتقارير من سنة إلى أخرى، وأحياناً قد يقوم المحاسبون باللعب بالأرقام المالية عن طريق وضع خط بين أرقام التلاعب في حدود القواعد والغش الصريح. والمراجعون قد يستغلهم المديرون بسبب ضعف قدرتهم على كشف الأخطاء، كذلك المراجعون قد يغريهم الأمر فيشاركون في هذه اللعبة الخطيرة، فهم في سعيهم لإسعاد العميل يخضعون لتعارض المصالح، إذا كانوا كذلك في نفس الوقت يمثلون المستشارين للشركة.

وبصدور قانون (Sarbanes – Oxley) لم يعد المراجعون مسموحاً لهم بتقديم خدمات استشارية للمنشآت التي يراجعونها، وإلا يتعرضون للجزاء من الجهات الخاصة بالإشراف على استقلال المراجعة.

الفصل الرابع

مجلـس الإدارة (ترشيد القرار الإداري)
The Board of Directors

ما هي مسئوليات مجلس الإدارة؟

عموماً مجلس الإدارة مكلف بخمس وظائف عريضة:

- تعيين وتقييم وربما فصل الإدارة العليا لوظيفة CEO باعتباره الأهم في الوظائف.
- التصويت على المقترحات التشغيلية، والاستثمارية الرئيسية.
- التصويت على القرارات المالية الرئيسية (إصدار أوراق مالية، وسندات وتوزيعات أرباح، وإعادة شراء الأوراق المالية).
- تقديم مشورة الخبير للإدارة.
- التأكد من أن أنشطة المنشأة وظروفها المالية يتم التقرير عنها بدقة للمساهمين.

ولتنفيذ كل هذه الوظائف، يفترض في المديرين تمثيل مصالح المساهمين، لذلك فإن المجلس يؤدي وظيفة مهمة لحوكمة الشركة. ولأن المجلس جزء من هيكل الشركة التنظيمي على رأس التدرج الرئاسي، يمكن اعتباره الراصد الداخلي الأكثر أهمية في عملية الحوكمة.

وعلى الرغم من أن دور المجلس في الشركة هو ضمان مصالح المساهمين، فإنه توجد بعض المشكلات الجوهرية، أهمها ضعف استقلال المجلس عن الـ CEO، فالمديرون الذين ليس لديهم الوقت أو الخبرة للوفاء

بدورهم بشكل كامل، يقللون من الحوكمة المطلوبة للشركة. وعلى ذلك، فإن هذا الفصل يوفر وصفاً عاماً لمجالس إدارة الشركات ودورها في حوكمة الشركة، كما يلقى الضوء على أهم المشكلات التي تواجه مجالس الإدارة اليوم.

وصف مختصر لمجالس الإدارة : OVERVIEW OF BOARDS

واجبات المجلس القانونية:

القانون الفيدرالي يفترض أن الشركات العامة لابد أن يكون لها مجلس إدارة، أو على الأقل يجب أن تتبع الشركات نظام الولاية التي انسحبت الشركة منها، وقوانين الولاية تختلف من ولاية لأخرى، ورغم ذلك فكل ولاية تتطلب وجود مجلس إدارة في كل شركة. ويحتوي نموذج قانون شركة الأعمال على إرشادات تنص على أنه: "كل سلطات الشركة يتم ممارستها بواسطة أو تحت سلطة، وأن تدار شئون أعمال الشركة تحت رعاية مجلس إدارة"، كذلك قوانين كل ولاية تفرض أن تتم الأعمال وفقاً لمفهوم "قاعدة حكم الأعمال". وبصفة خاصة، يجب أن يعمل المديرون طبقاً لقاعدة الرشد التي تفترض أن أعمالهم تتم دائماً لصالح الشركة والمساهمين، ومن أجل الالتزام بروح هذه القاعدة، على المديرين مسئوليات معينة تعرف باسم الواجبات (Duties).

ولأنه يُفترض أنهم ممثلون للمساهمين ولمصالحهم، فعليهم واجب الوكالة من المساهمين، والثقة لإدارة الأنشطة المختلفة لتعزيز مصالح المساهمين وتعاظم القيمة. وترتبط بهذا الواجب واجب الولاء والتعامل العادل، حيث عليهم أن يضعوا مصالح المساهمين قبل مصالحهم الفردية، كذلك على المديرين ممارسة الأعمال بعناية الرجل المهني الحريص في هذه المواقف والظروف، وممارسة هذا الواجب تتضمن إنتاج المعلومات الأساسية اللازمة لاتخاذ القرارات الرشيدة، وأخيراً على مجلس الإدارة واجب الإشراف على المديرين من خلال مجموعة من القواعد الأخلاقية. ولذلك فعلى المجلس هنا

عقد اجتماعات منظمة لمراجعة أداء المنشأة وعملياتها وإدارتها، وأن يتأكد من وجود التقارير المالية الدقيقة والمراجعة الموضوعية.

لجان مجلس الإدارة : Board Committees

على مستوى اللجان الفرعية، يكون المجلس مسئولاً عن تشكيل مجموعة من اللجان، أهمها اللجنة التنفيذية، واللجنة المالية، ولجنة علاقات المجتمع، ولجنة حوكمة الشركة، وغيرها من اللجان الأخرى مثل:

- لجنة المراجعة.
- لجنة التعويضات.
- لجنة التعيينات.
- لجنة خيارات الأوراق المالية.

فلجنة المراجعة: مكلفة بإيجاد مراجع مستقل لفحص القوائم المالية للشركة، وضمان أن هذا المراجع يقوم بعمله بشكل موضوعي.

ولجنة التعويضات: مسئولة عن وضع حزمة التعويضات للمديرين التنفيذيين ومراقبة تنفيذها.

ولجنة التعيينات: تسعى إلى تعيين أفضل المرشحين لشغل الوظائف الحالية لمقاعد مجلس الإدارة، وباقي الوظائف القيادية بالشركة.

ولجنة خيارات الأوراق المالية: هي المسئولة عن خيارات الأوراق المالية للمديرين وفقاً لمنهجية محددة.

لوائح هيكل المجلس طبقاً لقانوني البورصات وساربنيز أوكسلى:

Board Structure Regulations Imposed by Exchanges

تفرض على بورصة الأوراق المالية بنيويورك (NYSE) , NASDAQ والمنظمات المنظمة ذاتياً (SRO) مجموعة من اللوائح، كما تطلب من الشركات المسجلة بأن تكون لها لجنة مراجعة مكونة من أعضاء مستقلين. وعقب الفضائح المالية الأخيرة، قامت هذه البورصة بمراجعة لوائح الشركات وفحص هيكل ووظيفة مجلس الإدارة، والحوافز المقدمة إلى أعضائه، وبصفة خاصة طالبت الـ (NYSE) بأن يكون مجلس الإدارة بهذه الشركات

بأغلبية مستقلة، ولا يكون العضو مستقلاً إذا كان هو (أو عائلته المباشرة) قد عمل للشركة كمراجع خلال السنوات الخمس الأخيرة.

ويتطلب الـ (NYSE) وجود وظائف معينة بلجان مجلس الإدارة، مثلاً لجنة التعيينات الواجب تكوينها كاملة من مديرين مستقلين، ونفس الشئ بالنسبة للجنة التعويضات التي يجب أن تحل محل الإدارة التنفيذية في إقرار تعويضات المديرين. وبالنسبة للجنة المراجعة التي تضم أعضاء مستقلين، فإن عليها سلطات زائدة، ومسئوليات كثيرة في تعيين وإنهاء منشأة المراجعة، ولابد أن يكون أعضاؤها ممن لهم الخبرة الضرورية في الأمور المالية والمحاسبية، للحفاظ على استقلال المراجعين المستقلين، هذا ولا يجب لأعضاء هذه اللجنة الحق في الحصول على تعويضات من الشركة سوى أتعابهم العادية كأعضاء في المجلس، ولا يجوز لهم أن يتقاضوا أتعاب استشارات بصفة خاصة.

في صيف عام 2002 صدر قانون حماية المستثمر، وإصلاح محاسبة الشركات العامة طبقاً لقانون (ساربنيز أوكسلى) لدعم أنشطة الرصد، ومسئوليات المجلس وتحسين جدارته. وبصفة خاصة، فإن هذا القانون جعل لجنة المراجعة من أعضاء مستقلين عن الإدارة، وأكثر من هذا، فقد أعطى لأعضاء هذه اللجنة المسئولية عن التعيين، والإشراف على خدمات المراجعة، ومتابعة المشكلات المحاسبية بالشركات.

دلالات الوضع الفني لعضو مجلس الإدارة والمدير:

HISTORICAL PERSPECTIVE IS A DIRECTOR SIMPLY A FIGURE-HEAD?

هل عضو مجلس الإدارة مجرد رمز؟

في 1934 قال (ويليام دوجلاس) أستاذ القانون والذي عمل بعد ذلك كرئيس للجنة (SEC) ثم بالمحكمة العليا للـ US لمدة 36 سنة، بأن أعضاء مجلس الإدارة لا يديرون، وكان هذا صحيحاً لفترة معينة. وجاء أحد المديرين سنة 1962 يقول: لو كان عندكم خمس سلطات إدارة (Directors) فهذا ثقيل مثل حمام ساخن دائماً. فلا جهد من أي نوع يكون مطلوباً، أنت تذهب إلى اجتماع مرة كل شهر في عربة ملك الشركة فأنت تبدو وقوراً وحكيماً وفي ذلك تقول: أوافق ولسنوات طويلة على كل القرارات. وفي هذه الحالة يعتبر مجلس الإدارة مجرد منظر دون غرض حقيقي.

هل الاهتمام يكون أكثر بالمديرين؟
MORE ATTENTION ON DIRECTORS

قبل منتصف الثمانينيات، لم يكن الجمهور بنفس الاهتمام بالمديرين، وإنما كانت النظرة قاصرة على مجرد كونهم مظهر زينة للشركات، ولكن الوضع تغير، فبدأ الاهتمام بإلقاء مسئولية حوكمة الشركة على هؤلاء المديرين كنتيجة لعدد ضخم من الاندماجات والاستحواذات، وإن كانت هذه الحركة قد قلت في أواخر الثمانينيات نتيجة الركود، وضعف أسواق الأوراق المالية، ومنذ منتصف التسعينيات انتعشت من جديد حركة الاندماجات والاستحواذات (M&A).

فما هي علاقة هذا بأهمية دور مجلس الإدارة اليوم؟ عندما تندمج شركة في شركة أخرى، يصبح الاهتمام بالتقييم للشركتين مسألة أساسية. هذا الوضع له ميزة بالنسبة لمساهمي الشركة المندمجة دون مساهمي الشركة الدامجة، ومجلس إدارة الشركتين يعتمد أعمال الدمج بعد تصويت المساهمين. ولا شك في أن الشركة الدامجة قد لا يرغب مساهموها دفع الكثير في هذا الدمج، أو حتى لا يرغبون في الدمج أصلاً. وبالنسبة للشركة المندمجة، فالمساهمون قد يرغبون من التأكد من قيمة الشركة قبل وبعد الدمج، وتبعاً لهذا، فإن المساهمين في الشركتين يضعون اهتماماً خاصاً على مسئولية مجلس **الإدارة في كل منهما خلال إجراءات الدمج المختلفة.**

كذلك تعرض المديرون لتقييم من قبل كبار المساهمين، وطبقاً لقاعدتين أخذتهما لجنة (SEC) سنة 1992، الأولى: طلب إفصاحات إضافية بالنسبة لتعويضات المديرين التنفيذيين شاملة خيارات الأوراق المالية لهم. وعند الإفصاح عن ذلك، عرف المساهمون أن الـ CEO كانوا يتلقون ملايين الدولارات كراتب سنوي، وخيارات أوراق مالية. وفي حالات كثيرة كانوا يتقاضون تعويضات إشراف حتى ولو لم تكن الشركة في حاجة لذلك، ومن ثم بدأ المساهمون يضغطون على المديرين للتأكد من أن التنفيذيين يستحقون

ما تصرفه الشركة لهم، كذلك أتاحت (SEC) آليات للمساهمين ليتصلوا ببعضهم. فالمستثمرون من كبار المؤسسات مثل "صندوق معاشات كاليفورنيا لنظام تقاعد العاملين العامين" Calpers، واتحاد تأمين المدرسين وغيرهم استفادوا من هذه القاعدة، فكانوا قادرين على إجراء الضغط على مجالس الإدارة لتحدي الإدارة التنفيذية بالشركات في الأمور غير الرشيدة.

وقد كانت حركة الدمج المؤسسي المتزايدة في السوق في ظل البيئة النظامية الجديدة لاتصالات المساهمين، سبباً في أن المساهمين والجمهور العام بدأوا في ضغط أقوى على المديرين للقيام بواجباتهم، وبسبب هذه التغيرات، بدأ الضغط على المجلس يمثل ظاهرة حديثة بدءاً من سنة 1996، وخاصة على تشكيل مجالس إدارة الشركات العامة.

من هم إذن المديرون؟ WHO ARE DIRECTORS?

في منشأة (Standard & Poor) يوجد ما يقرب من (11) مديراً في كل فرع من توابعها البالغ عددها 500 فرع، يمكن تشغيل (5.500) منصب مدير بها، وخاصة من عمداء الجامعات ورؤسائها والسياسيين كرموز ذات قيمة وإن كانت الأغلبية من المديرين التنفيذيين في شركات أخرى. فمثلاً: يذكر (Korn/Ferry) أن شخصاً عليه أن يكون ذا خبرة من 10 إلى 20 سنة في قيادة الأعمال حتى يكون عضوا في COO بالشركات الكبيرة أو على الأقل يكون أحد (15) مديراً تنفيذياً في شركة كبيرة ليصبح مرشحاً صالحا لعضوية مجلس الإدارة، وأحياناً يمكن أن يصبح مساهماً كبيراً وعضواً في مجلس الإدارة إذا كان مشهوراً وذا ثروة كافية كي ينتخب.

وطبقاً لدراسة (Korn/Ferry) سنة 2004 اتضح أن 95% من مديري (1000) شركة 82% منهم عملوا كمديرين تنفيذيين في شركات أخرى، 58% منهم أكاديميون، 58% منهم كانوا موظفي حكومة سابقين، 82% من المجالس نساء كمديرات، 76% أعضاء في الأقلية العرقية مع أمريكيين أفارقة، 74% من هذه المجالس في زيادة ملحوظة من سنة 1995 عندما كان 69% من المجالس بها نساء، و47% بها أقلية عرقية مع (34%) أمريكيين أفارقة.

ما هي القيمة الحقيقية للمدير؟ IS BEING A DIRECTOR WORTH IT

في الـ (15) سنة الأخيرة، زاد الطلب على المساهمين من المديرين مما جعل المديرين، يعملون ساعات أطول، ويمتلكون أوراقاً مالية أكثر في الشركة لتأكيد مصلحة فعلية لهم ومتحدين في (CEO) وآخذين واجباتهم بجدية أكثر. وقد ترتب على هذا كما جاء في تقرير (كريستيان، تمبرز) أن 60% من المديرين يتقاضون في المتوسط ما يقرب من (56,000) دولار في السنة للمدير الواحد مع امتيازات وأوراق مالية وخيارات أوراق مالية مقابل عمل في حدود (150) ساعة، وحضور ثمانية اجتماعات في السنة.

ما هو مجلس الإدارة الجيد؟ WHAT IS A "GOOD" BOARD?

المجالس ذات الأعضاء ذوو الخبرة والحنكة يبدون جيدين، ومجلس إدارة منشأة صناعية ربما يضم بعض من عملوا في نفس الصناعة لسنوات طويلة، وحققوا نجاحاً فيها. والمجلس المكون من أعضاء ذوي خلفيات مهارية مختلفة، قد يكون كذلك جيداً، فمثلاً: في المنشأة الصناعية يمكن الاستفادة من شخص لديه خبرة تسويق، وآخر خبرة محاسبة، وذلك فكل شركة في حاجة لأن تقرر لنفسها نوع الخلفية والخبرة والحنكة لشغل عضوية مجلس الإدارة، ولكن نفترض أن المنشآت العامة لديها خبراء ناجحون للعمل في مجالس إدارتها باعتبارهم قادة أعمال معترفاً بهم وناجحين وخبراء، فإذا كانت مجالس الإدارة بهذا التكوين إذن ما الذي يجعل مجلساً أفضل من مجلس آخر؟

مجالس الإدارة المستقلة: Independent Boards

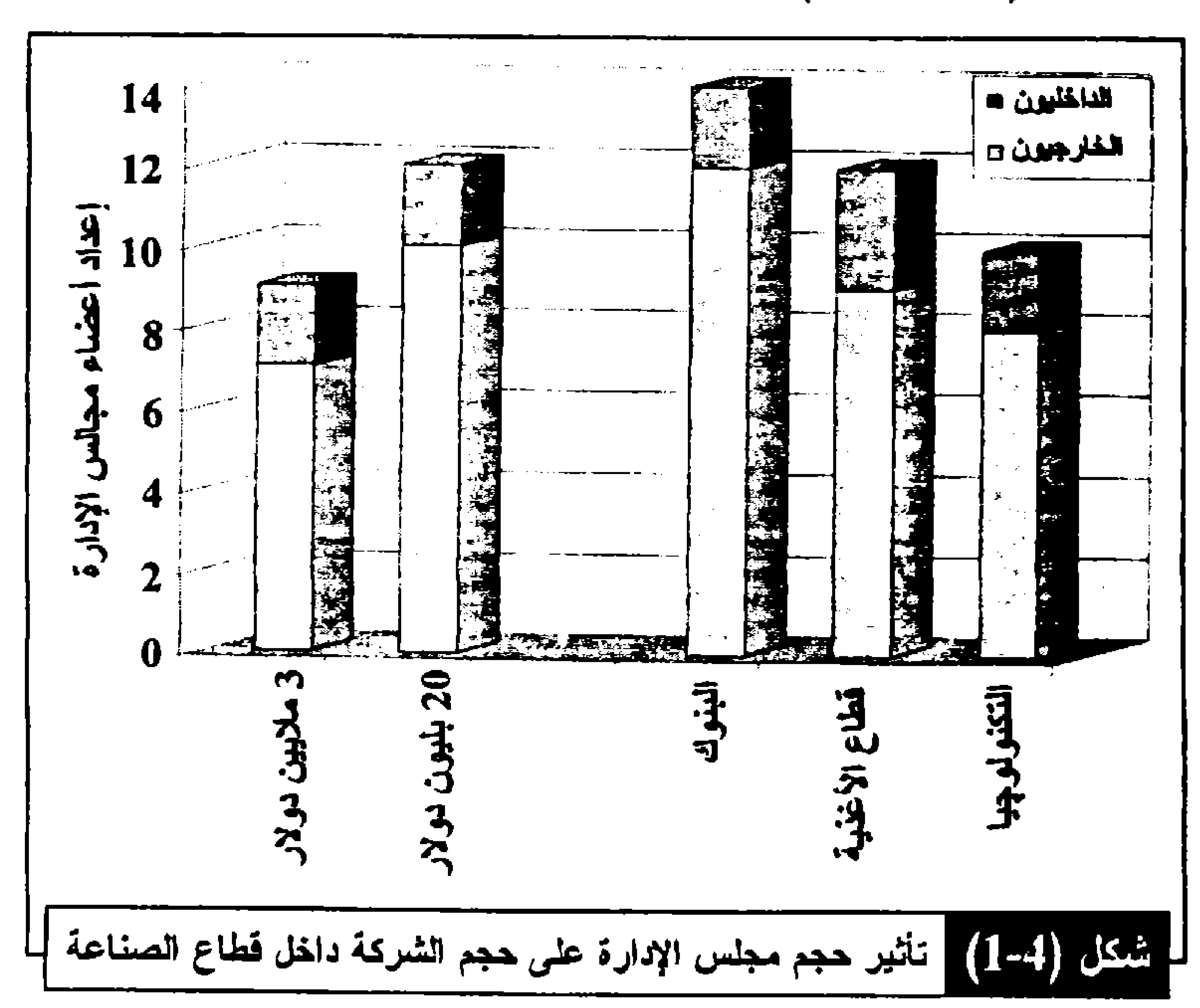
يوجد إجماع عام أن يكون بمجلس الإدارة نسبة أعلى من غير الداخليين، أي من المديرين المستقلين، ليكونوا أكثر فاعلية في رصد الإدارة. وهذا منطق سليم، فمثلاً ماذا لو كان مجلس الإدارة مكوناً من الآتي: CEO، وصديق للـ CEO – وقريب للـ CEO، ومعاون أعمال للـ CEO؟، بالطبع هذا المجلس لا يمكن بحال من الأحوال أن يفكر في إنهاء الـ CEO بسبب ضعف إدارته، ولهذا السبب، فإن المساهمين والنظاميين يعتقدون أن المديرين الخارجيين أكثر موضوعية في مسألة تقييم الإدارة – والبحوث من الأكاديميين تؤكد هذا الرأي البديهي – وعندما يكون أداء الشركات ضعيفاً

فإن مجلس الإدارة – ذو الجزء الأكبر من المستقلين – سيقوم بعزل الـ CEO، ولذلك: هل بيئة الأعمال اليوم تهتم بالمستقلين من الأعضاء أم أن هناك خليطاً من المستقلين والتنفيذيين،

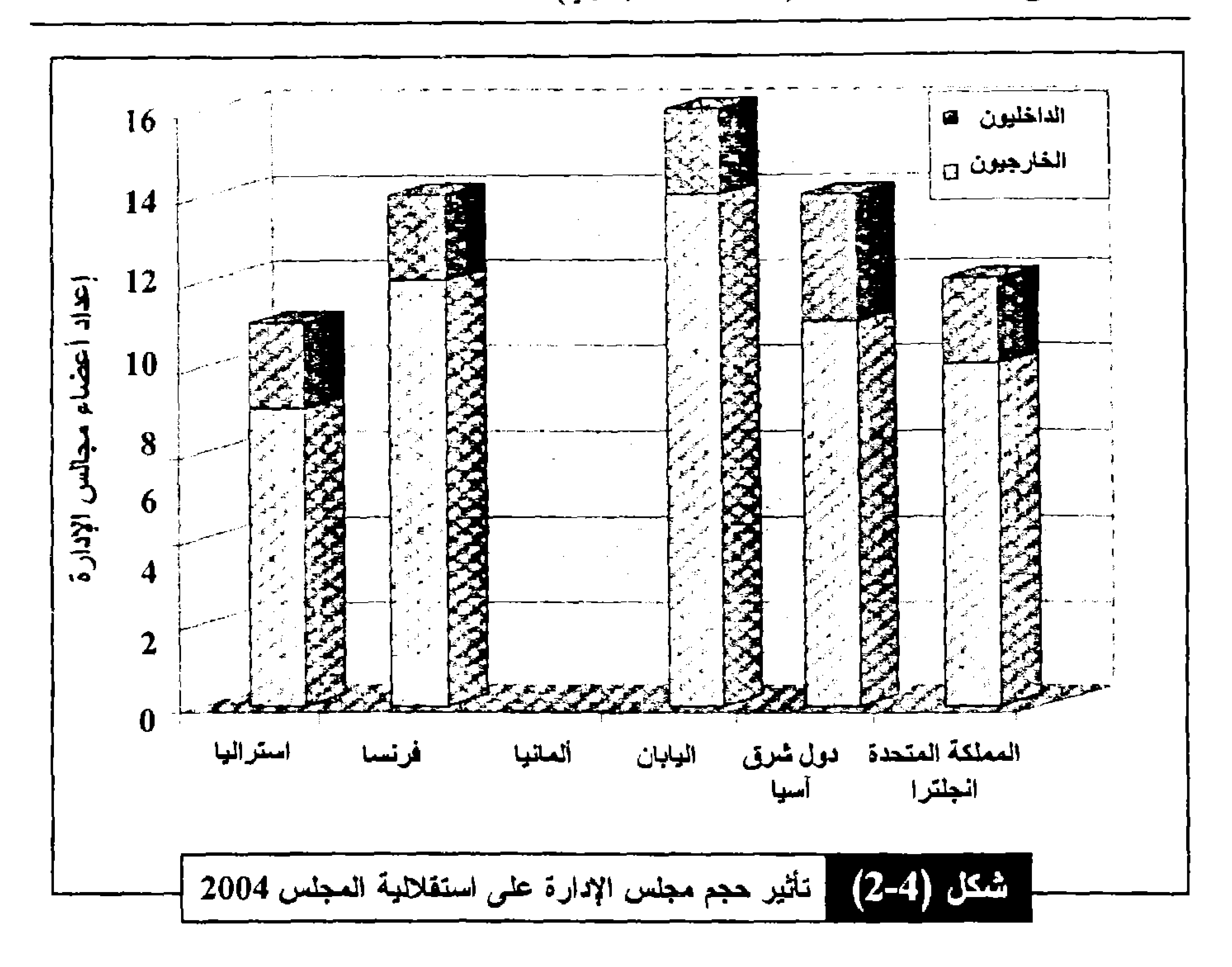
وبناء عليه، فمن غير المحتمل توقع أن يكون هناك اثنان من الخبراء يعملان في صناعة ولا يعرفان بعضهما شخصياً، والمهم أن تعريف المستقل مقابل المديرين داخل الشركة، ليست مسألة أبيض وأسود، خاصة وأن عضو المجلس قد يكون ابن عم CEO أو موظفاً سابقا في شركة أخرى، وهذه الأنواع من المديرين يمكن اعتبارهم مستقلين عن إدارة الشركة، ولكن هل هذا كاف؟ أم أنه من الصعب الربط بين استقلال المديرين وكفاءة أداء الشركة، خاصة أن واضعي اللوائح يصعب عليهم فرض استقلال المجلس، وتحديد من هو المستقل.

فعالية مجالس الإدارة (صغيرة أم كبيرة): Small Boards

قد يضم مجلس الإدارة عدداً قليلاً فعالاً، لأن المنطق يقول إن المجلس ذا الأعضاء الأقل، يجعل كل عضو يبذل جهداً كبيراً، على أساس أن الرصد يكون منصباً عليه، وهو بذلك على عكس المجلس ذو العدد الكبير الذي يضع هذا المعنى بينهم، فضلاً عن صعوبة التوصل إلى إجماع في الرأي من عدد كبير، وعليه فالمجالس الصغيرة قد تكون أكبر ديناميكية ونشاطاً. وكما هو موضح بالشكلين (4-1 و4-2).



شكل (4-1) تأثير حجم مجلس الإدارة على حجم الشركة داخل قطاع الصناعة



شكل (4-2) تأثير حجم مجلس الإدارة على استقلالية المجلس 2004

الهيكل المقبول لمجلس الإدارة:?ood for the Goose, Good for the Gander

متوسط عدد المستقلين والداخليين في شركات (US) حسب حجم الشركة، وطبيعة الصناعات ما يقرب من عشرة أعضاء، منهم ثمانية مستقلون.

وفي مسح باستراليا وفرنسا وUK كانت غالبية أعضاء مجالس الإدارة من المستقلين، بينما في ألمانيا وشرق آسيا، فالأغلبية من الداخليين، ولذلك فهناك تفاوت في عدد أعضاء مجالس الإدارة، وأيضاً في عدد المستقلين.

ولكن الأمر ليس بقاعدة واحدة، فشركة جديدة ترجو النمو يكون من الأفضل لها وجود مديرين من الداخل أكثر، حيث هم أدرى بأوضاعها ومنتجاتها، ولكن مع زيادة حجم الشركة وتنوع نشاطها، قد يختلف الأمر، والمهم أن يكون هيكل المجلس يناسب وضع الشركة تشغيلياً وبيئياً.

ومع ترك الحرية للشركة في وضع هيكل مجلس إدارتها باعتبارها صاحبة القرار في ذلك، ولكن من عليه إقرار ذلك ؟ هل مدير الشركة الذي قد يكون هو الأجدر على اختيار عدد من القادرين لشغل هذا المكان رغم حبه

لمصلحته الشخصية؟ أم هل يقوم بذلك مساهمو الشركة، وإن كان لهم قانوناً هذا الحق للتصويت على مجلس الإدارة رغم قلة خبرتهم وتأهيلهم، ولـــذلك لابد من وجود قواعد منظمة لهذا، وإن كان يقلل شيئاً من مرونة الشركة في تكوين مجالس إدارة أفضل.

هل مجالس الإدارة الجيدة يمكنها قيادة أداء الشركة بشكل أفضل؟

Can Good Boards Lead to Better Firm Performance?

في حالة مجالس الإدارة المستقلة وذات العدد الأصغر، يمكن إجـــراء رصد متعمق للمديرين، رغم عدم وجود ارتباط إيجابي بين جودة المجلـــس وأداء الشركة، فعندما تتفوق شركة على أخرى، فهل بالضرورة أن مجلـــس إدارة الأولى أفضل من مجلس إدارة الثانية؟

يعكس البحث الأكاديمي هذا الوضع، وينتهي إلى أن معظـــم الدارســـين يتفقون على أن المجالس المستقلة ذات أداء أفضل، حيث إنه عند تكوين المجلس وتوزيع المستقلين منهم على اللجان، فاللجان التي تحدد للـــ CEO تعويـــضاته، وتلك المسئولة عن مراجعة الشركة تصبح أفضل من المستقلين، أما تلك اللجان التي تقوم بإنجاز القرارات المالية والاستثمارية، قد تصبح أفضل من الداخليين، ورغم ذلك فقد أخذ واضعو النظم الرأي بأن الأغلبية تكون من المستقلين .

المشكلات المحتملة مع مجالس الإدارة اليوم :

POTENTIAL PROBLEMS WITH TODAY'S BOARDS

أحد واجبات مجلس الإدارة هو تقييم الإدارة، وخاصة الـــ CEO، ولكن كثيراً من الشركات تعتمد على أن يكون رئيس مجلس الإدارة من ضمن الـــ CEO، وفي الشركات الرئيسية في US ما يقرب من (10) شركات لهـــا CEO من غير رئيس مجلس الإدارة، ولذلك فنفس الشخص الذي يدير المنشأة هـــو كذلك يرأس اجتماعات مجلس الإدارة، ومن ثم فهو الذي يراقب المعلومـــات التي ترفع للمجلس. وهنا هل يكون المجلس قادراً في هذا الوضع على تقييم أو تحدي الـــ CEO؟ قد يكون، ولكنه نتيجة فقط لضغوط بعض المـــساهمين المؤثرين، وحتى لو كان الـــ CEO ليس هو رئيس المجلس، فليس بالضرورة

أن تكون هناك رقابة حريصة حتى في المجالس المعتمدة على الخارجيين أكثر من الداخليين قد يكون لبعض الخارجيين صلة ما بالـ CEO.

وقد نجد في الفضائح المالية الأخيرة صلة بين CEO وأعضاء المجلس، وللتدليل، فإن أحد المديرين هو وأولاده الثلاثة كانوا أعضاء من تسعة مقاعد بمجلس إدارة إحدى الشركات الكبرى، وبذلك فهل يتوقع أن يكون هؤلاء موضوعين كراصدين للإدارة ؟

مشكلة أخرى مع بعض المجالس هي افتراض أن المديرين ليس لهم مصلحة في الشركة، وبرغم أن معظم مديري مجموعة ديزني الخارجيين قد لا يملكون أو يملكون فيها القليل من الأوراق المالية.

ومن الملاحظ أن تقرير Business Week قد أفصح أن مجلس إدارة شركة البترول الغربية، وافق على دفع (95) مليون دولار للـ CEO وأن اثنين من أعضاء المجلس هما جورج نوللي وعزيز سريانا كانا يملكان 2.280، 1.450 سهماً على التوالي في الشركة، فضلاً عن وجودهما في المجلس لمدة 14 سنة، وكما ورد في المقال بأن مدير ميكروسوفت ريتشار هاكبورن لا يملك أسهماً في شركته، وهو في ذات الوقت عضو مجلس إدارة بالشركة، فهل معنى هذا أنه مخلص مع المساهمين؟

ورغم ذلك، تقرر بعض الشركات مثل (Ashland Inc) السماح للمديرين بامتلاك أسهم في الشركة وكذلك (Eisner) الذي طلب من مديره إمكانية امتلاك أوراق مالية أكثر في شركته.

وبعض المديرين خاصة أولئك المهتمين بضرورة فهم القرارات بالشركات، يعملون في العديد من مجالس شركات عديدة، والكثيرون منهم يشغلون منصب المدير في عشر شركات أو أكثر، فمثلاً شركة كوكاكولا بها (5) مديرين (من 13) يعملون على الأقل في (5) مجالس إدارات شركات أخرى، بالإضافة إلى أن معظم المديرين المستقلين لهم وظائفهم بشركة معينة، وقد لا يكون لأحدهم الخبرة الكافية ليكون في عضوية المجلس، فالاستقلال ليس بذاته شرطاً فعالاً، ولكن بعض المجالس تريد رموزاً فيها دون نظر لما يمكنهم أن يقدموه للمنشأة.

وأخيراً نلاحظ أن بعض المجالس كبيرة جداً بما يجعل من غير المحتمل أن يشارك الجميع بفاعلية، فمثلاً ديزني بها مجلس مكون من 16 عضواً وكان لدى Enron 15 عضواً.

وبإيجاز كثير، من المشكلات المحتملة أن مجالس الإدارة اليوم، وكثيرًا من المديرين، قد لا يكونون فعلاً مستقلين، وبعضهم قد يكون مشغولاً جداً، والبعض قد لا تكون عنده الخبرة للقيام بالتزاماتهم، وهذا قد يفسر الفضائح المالية التي حدثت، والتي تستوجب حوكمة سريعة.

والشركات الألمانية بها مجلسان، أحدهما management الأعمال، والآخر مجلس إشرافي Super-visery يعين ويشرف على مجلس الإدارة. كما أن المجلس الإشرافي يراقب مدى توافق الشركة مع القانون الأساسي واستراتيجيات المنشأة، ولا يجوز الجمع بين عضوية المجلسين، بينما تعتمد الشركات الفرنسية على إمكانية الاختيار بين وجود مجلس ثلث أو ثلثين، ولكن المعظم يختار (ثلث). ومع هذا قد يقال إن تلك المجالس ذات (ثلثين) كنسبة بين UK , US.

ومسألة استقلال المجلس مهمة جداً في UK، ويجب أن يضم الرئيس مديرين غير تنفيذيين يحددهم المجلس كمستقلين لدعم ما جاء بدليل لجنة كادبوري ككود موحد لحوكمة الشركة.

ومع هذا، فكود الحوكمة لباقي الدول الأوروبية لا يتطلب صراحة عدداً محدداً من المديرين ليكون مستقلاً، بدلاً من هذا، فهناك توصيات أو مقترحات خاصة بالمديرين المستقلين.

فمثلاً: سنة 1998 اقترح (كاردون) المكلف من بورصة بروكسل، بأن عدد الأعضاء المستقلين يجب أن يكون كافياً بالمجلس لتكون قرارات المجلس فعالة. وفي آخر شكل لقانون حوكمة الشركة البلجيكي، يجب أن يكون مجلس الإدارة على أساس التنوع الضروري والتكامل، وبالنسبة لفرنسا، فإن تقرير (Vienot) الصادر في يوليو 1999، يوصي على الأقل بضرورة أن يكون نصف المديرين من المستقلين، وفي إيطاليا، فإن كود حوكمة الشركة عام 2002 يوصي بضرورة أن يكون هناك عدد كاف من

غير التنفيذيين يجب أن يكون من المستقلين، وفي إسبانيا، فإن Adama لسنة 2003 يقترح ضرورة وجود عدد مهم جداً من المديرين المستقلين لدعم هيكل ملكية الشركة ورأس المال الممثل في المجلس.

ولذلك، فإن الاهتمام المتسع باستقلال المدير يمثل ظاهرة حديثة، كذلك فإن التوصيات المتصلة باستقلال المدير بالنسبة لعددهم أو نسبتهم في مجالس الإدارة تبدو غامضة لغياب اللوائح الصريحة. وعلى ذلك، فهل يكفي مجرد الدفاع عن استقلال المجلس أم يلزم لوائح صريحة ومساندة ؟ فمثلاً: تقرير (كادبوري) يأتي بتوصيات صريحة، ولكن ليست لوائح صريحة، رغم أن بورصة الأوراق المالية بلندن – بصفة خاصة – تطلب تسجيل المنشآت، سواء كانت أو لم تكن متوافقة مع توصيات (كادبوري)، نظراً لأن هذه التوصيات أقرت لتحسين الحوكمة في الشركات UK.

حالات من واقع مجالس الإدارة بالشركات الدولية

DISNEY'S BOARD DURING THE 1990S

مجلس إدارة ديزني خلال التسعينيات 1990:

تقع CEO بشركة والت ديزني (ميخائيل إيزيز) تحت رصد مجلس إدارتها، ومع هذا فقد وجه النقد لمجلس إدارة ديزني من مجلة (بيزنس ويك) على أنه أسوأ مجلس إدارة في الشركات الأمريكية، نظراً لأنه مكون من عدد كبير من المديرين التنفيذيين وخاصة (Chief Corporate Officer) (CCO)، وبالإضافة إلى رؤساء عمليات ديزني المختلفة، ومع هذا تدعي شركة ديزني أن (13) من (16) من أعضاء المجلس (مديرون مستقلون) وهؤلاء الخارجيون بينهم (ريفينا باورز) ناظر المدرسة التي بها أبناء (إيزيز) وجورج ميشيل المستشار لديزني ومحامي شركة ديزني و(ستانلي جولد) رئيس شركة شامروك القابضة التي تدير استثمارات عائلة ديزني، (وليو ادونوفان)، فضلاً عن أن جامعة جورج تاون التي يتعلم بها أحد أولاد (إيزيز) تتلقى هبات من إيزيز.

هنا: هل مجلس مجموعة ديزني يستطيع أن يتصدى لقرارات إيزيز ؟ وليس فقط هؤلاء يعملون لحساب إيزيز، بل هناك آخرون يستفيدون من عدم إغضابه رغم ارتباطهم بمصالح جوهرية مع (CEO) وكل هذا قد أدى في النهاية إلى هبوط القيمة السوقية لديزني إلى أقل من النصف ليس بسبب السلوك المالي، ولكن بسبب التسيب الإداري الذي يستوجب ضرورة تطبيق حوكمة الشركة.

مجلس إدارة إنرون: IS ENRON'S BOARD PARTIALLY TO BLAME

كان مجلس إدارة (Enron) مكوناً من (15) عضوًا، من بينهم المحافظ (جون وكمان) السياسي البريطاني، الذي وافق على بناء مصنع القوى للشركة في بريطانيا سنة 1990، وبعد أربع سنوات أصبح وكمان عضواً بمجلس إدارة إنرون، هذا بالإضافة إلى (هيربرت وينوكور) رئيس مجلس الإدارة لشركة (كايرمكون) والعضو بمجلس إدارة (شركة ناشيونال تانك) التي تبيع المعدات والخدمات لإنرون مقابل ملايين الدورات، وأيضًا المديرة (ويندي جرام) رئيس مجلس إدارة سابق للجنة تجارة مستقبليات السلع الذي أيد سياسات كثيرة استفادت منها إنرون وشركات طاقة أخرى قبل أن تلتحق كعضو في إنرون، كما أن زوجها السيناتور (فيل جرام) أحد متلقي هبات حملة إنرون. وعضو المجلس (روبرت بليفر) ورئيس مجلس إدارة شركة بلكو للزيت والغاز له ترتيبات مالية عديدة من إنرون، والمدير (شارلز ووكر) الذي حصل من إنرون على أكثر من (70.000) دولار كخدمات استشارية، وبناء على ذلك، فإن مجلس إدارة إنرون قد فشل في واجباته الأساسية في تمثيل المساهمين بسبب ضعف استقلال مجلس الإدارة بها.

في عام 1999 أبلغ المراجعون المستقلون مجلس إدارة إنرون بأن الشركة تستخدم ممارسات محاسبية غير سليمة تجاوزت الحدود، وكانت على حافة الهاوية. كان أحد المديرين (روبرت جاريكي) أستاذ المحاسبة في جامعة ستانفورد الذي اقترح بألا تفصح إنرون عن أكثر من نصف أصولها في الميزانية العمومية، الأمر الذي دعا خبراء الحوكمة التابعين لمجلس الشيوخ للقول بان هذا النشاط لم يسمع به أحد من قبل، وقد أبدي واحد من مجلس إدارة إنرون اهتمامه عند حدوث ذلك، والغريب أن المجلس قد تخلى عن شروط كود السلوك بالنسبة (CFO)، فضلاً عن أنه كان متاحاً لأندروماستو أن ينشئ شركة بحرية تقوم بأعمال مع Enron، وبمقتضى كود السلوك لا يجوز لأي مستخدم الحصول على كسب مالي من أي كيان يقوم بأعمال مع إنرون، ومع هذا، فإن (فاستو) بكياناته التي أنشأها، والتي أفادت إنرون، لم يحرك أحد ساكناً من المجلس رغم تعارض المصالح.

خلص تقرير مجلس الشيوخ، إلى أن مجلس إدارة إنرون يعرض الشركة إلى وضع غير آمن، وقد قيل للمديرين بالشركة أنه في فترة ستة أشهر، حصلت شركة (فاستو) على (2) بليون دولار من (إنرون)، بينما مجلس إدارة إنرون لم يكن مشاركاً في الغش المالي، فكان عليهم أن يوقفوا هذا العمل، ورغم ذلك كان يدفع لكل عضو بالمجلس أكثر من (350.000) دولار راتباً سنوياً وأوراقاً مالية وخيارات أوراق مالية، وفي نفس التقرير خلص كذلك إلى أن: تأثيراً مما كان خطأ في إنرون كان معروفاً لمجلس إدارتها، خاصة ضعف توفير الإشراف الكافي لوقف الإدارة التنفيذية عن تجاوزاتها، وبهذا فقد ساهم مجلس إنرون في انهيار الشركة، وعليه أن يتحمل نصيبه في المسئولية عن ذلك .

وبناء علي ذلك، قام مساهمو إنرون برفع دعوى في 7 يناير سنة 2005، ووافق مديرو (إنرون) على دفع (168) مليون دولار كجزء من التسوية مع مساهميها، بالإضافة إلى (13) مليون دولار من جيوب المديرين مباشرة، وطالب المساهمون قائلين إن مديري إنرون باعوا الأسهم بعد قوائم مالية كاذبة، وبعد أيام قليلة أعلنت World Com أن مجلس إدارتها وافق على تسوية (54) مليون دولار مع مساهميه، مع مسئولية شخصية لأعضاء المجلس عن (18) مليون دولار من هذا المبلغ، وقد رأى البعض أن قاعدة حكم الأعمال أصبحت ضعيفة جداً في الحكم على كفاءة المديرين، وأصبح من السهل أن يدعوا أنهم يعملون لصالح الشركة، واليوم ومع هذا فالمديرون قد يكونون في مواجهة في البحث عن معايير أداء أكثر فاعلية لدعم حوكمة الشركة.

الدول الأوروبية التي تؤيد استقلال مجلس الإدارة: WESTERN EUROPEAN COUNTRIES THAT SEEM TO PLACE SOME SIGNIFICANT EMPHASIS ON BOARD		
دول أوروبا الغربية التي يبدو أنها تضع تأكيداً مهماً على استقلال مجلس الإدارة هي:		
• بلجيكا	• الدنمارك	• فرنسا
• ألمانيا	• اليونان	• أيرلندا
• إيطاليا	• هولندا	• البرتغال
• إسبانيا	• المملكة المتحدة	

ملخص **SUMMARY**

يلعب مجلس إدارة الشركة دوراً في خفض المشكلات الملازمة لفصل الملكية عن الرقابة، ومجلس الإدارة في الحقيقة مسئول عن تعيين وتقييم وأحياناً فصل المديرين التنفيذيين، كذلك فإن المجلس يشرف على مراجعي حسابات الشركة، ويضع أهم القرارات الاستراتيجية، وبذلك المعنى بالحكم على أداء الأنشطة لصالح المساهمين.

والمساهمون وواضعو اللوائح بدأوا أخيراً في الاهتمام بأنشطة مجلس الإدارة، فهناك مشكلات كبيرة محتملة خاصة بالنسبة للمنظمات ذات الكيانات المتعددة. ويبدو أن كثيرين من أعضاء المجالس ينقصهم الاستقلال والمصلحة والوقت، وأحياناً الخبرة للقيام بالتزاماتهم الخطيرة إزاء المساهمين، ويعتبر مجلس إدارة إنرون مثالاً واضحاً لذلك.

الفصل الخامس

بنوك الاستثمار ومحللو الأوراق المالية

(إعادة الهيكلة المالية)

Investment Banks and Securities Analysts

تقدم بنوك الاستثمار خدمات متنوعة، خاصة بيع الأوراق المالية الجديدة، فعندما تريد شركة خاصة أن تصبح شركة عامة، فإنها تأخذ خدمات بنك الاستثمار لتصميم وبيع الأوراق المالية الجديدة وبيعها للجمهور المستثمر، كما أن رغبة شركة عامة قائمة في زيادة رأسمالها لتمويل أنشطتها ومشروعاتها مستقبلاً، فهي كذلك تحصل على خدمات بنك الاستثمار ليتولى بيع أوراقها المالية الجديدة للجمهور. وهذه البنوك بذلك تكون كوسيط يبيع الأوراق المالية نيابة عن المنشآت، ويلزم لدعم ذلك وجود محلل للأوراق المالية ليكون هو المسئول عن تقييم الأوراق المالية، ورصد توصيات البيع أو الشراء، كما يتوقع منه، بالإضافة إلى التنبؤ بالمكاسب للشركات لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في مجال شراء أو بيع الأوراق المالية.

معظم قواعد حوكمة الشركة لا تعتبر بنوك الاستثمار ومحللي الأوراق المالية جزءاً من نظام الحوكمة، ومع هذا فإن بنك الاستثمار هو المنوط بتوفير احتياجات الشركات، وتوفير فرص الاستثمار للسوق، ولأن المحللين كثيراً ما تكون لديهم معلومات أفضل من معظم المستثمرين عن الشركة، فكل من بنك الاستثمار ومحللي الأوراق المالية يكونون في وضع أفضل لرصد الشركة، ومعاونة المساهمين في حل مشكلاتهم، ونتوقع أن مسئولي بنوك الاستثمار يجب أن يبيعوا أوراقاً مالية جديدة، وعليهم ألا يوصوا بأوراق مالية يعتقدون أنها هابطة القيمة، لذلك فالطرفان يمثلان جزءاً مكملاً لحوكمة الشركة.

الأنشطة المصرفية الاستثمارية:
INVESTMENT BANKING ACTIVITIES

الخدمة الأساسية لبنك الاستثمار، هي مساعدة الشركات في إصدار أوراق مالية لزيادة رأس المال، وتستطيع المنشأة إصدار أنواع عديدة من الأوراق المالية، غير أن هذا البنك يجب أن ينصح الشركة بالأوراق المالية المثلى، وبمقدار رأس المال المطلوب زيادته، مع الأخذ في الاعتبار الوضع المالي للشركة.

وبنك الاستثمار يتقاضى من الشركة أتعابه عن خدمته التي تتوقف على مقدار المخاطر التي تواجه البنك في هذه الحالة، وهناك طريقتان يستخدمهما البنك لإصدار الأوراق المالية (سندات أو أسهم).

الطريقة الأولى: أن يضمن البنك للشركة أن تتلقى قدراً معيناً من رأس المال، بمعنى أن البنك يؤكد للشركة أن عدداً من الأسهم سوف يباع بالسعر المستهدف، وإذا بيعت أسهم أقل من هذا السعر، فعلى البنك شراء هذه الأسهم. فمثلاً إذا قرر بنك الاستثمار بيع ما قيمته (100) مليون دولار لزيادة رأس مال الشركة ولم يستطع بيع سوى (70) مليون دولار، فعلى البنك أن يشتري الباقي وهو (30) مليون دولار، وأتعاب هذا الضمان حوالي (7) ملايين دولار لإصدار جديد، و(5) ملايين لزيادة رأس المال.

الطريقة الثانية: إذا لم يرد بنك الاستثمار تحمل هذه المخاطر عن إصدار الأوراق المالية فيمكنه استخدام أقصى جهده لبيع أكبر ما يمكن. فالشركة هي التي تتحمل المخاطر دون البنك، وبالتالي تكون أتعابه عما هو متبع في الطريقة الأولى.

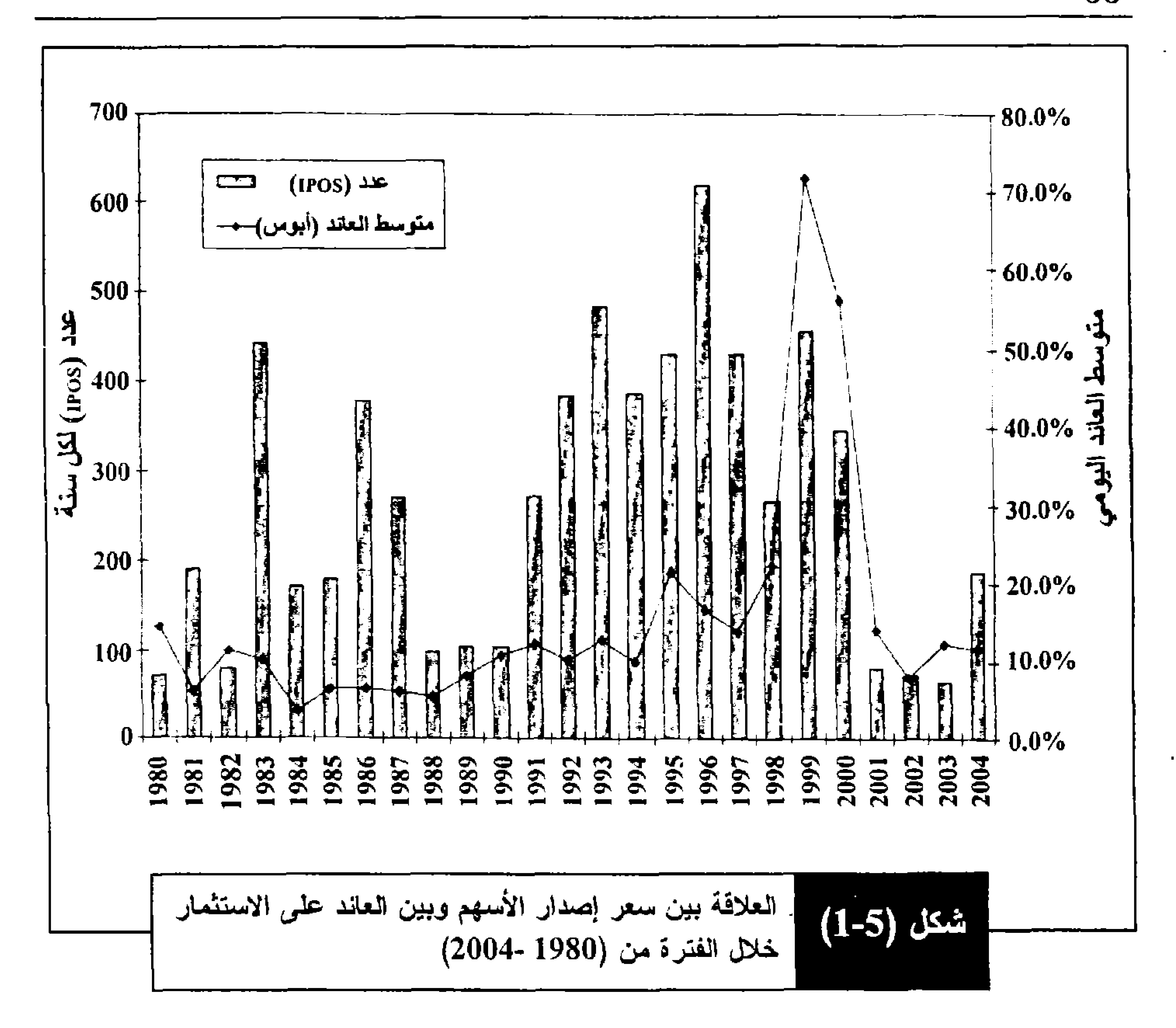
وتتضمن العملية أولاً تسجيل الأوراق المالية مع اللجنة (SEC) شاملة معلومات عن إصدار الأوراق المالية وعن الشركة. فمثلاً تفصيل الظروف المالية، وأنشطة الأعمال، وخبرة الإدارة، وكيف يكون استخدام الأموال المطلوب زيادتها، ويقوم البنك بتوزيع هذا البيان على المستثمرين المهتمين

بإصدار الأوراق المالية. وهذه المعلومات تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم حول ظروف الشركة ومسألة الشراء، وبذلك فإن بنوك الاستثمار هي مصدر مهم للمعلومات، ورصد الشركة العامة، ويقوم البنك بعرض المعلومات على المستثمرين عن الشركة، ثم بيان جملة التسويق المخصصة لتحقيق البيع الأكثر احتمالاً، ومنها صناديق المعاشات وسماسرة الأوراق المالية.

فالمعلومات عن الشركة المصدرة لها أهمية، خاصة للمستثمرين، خاصة إذا كانت شركة جديدة غير معروفة للمستثمرين. وهذه المعلومات يجمعها البنك ويقدمها للـ (SEC)، ويتوقع المستثمرون من البنك أن يفصح عن كل ما لديه من معلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية الجيدة.

وتتعرض بنوك الاستثمار للمخاطر، عندما يضمنون للشركات تنفيذ كامل الإصدار، ولتقليل المخاطر تميل بنوك الاستثمار إلى تقليل السعر المعروض، أي يعرض البنك الأسهم الجديدة بسعر أقل من الطلب. فمثلاً في 25 يوليو 2002، قامت الشركة العامة الجديدة Leapfrog بدفع (130) مليون دولار لأحد سماسرة الأوراق المالية (ميخائيل ميكن) ملك السندات في الثمانينيات، وقدمت مجموعة بنوك الاستثمار خدمات الضمان Underwriting لهذه الصفقة، بحيث يكون سعر السهم (13) دولاراً. ومع هذا لم يكن هناك عدد كاف من الأسهم لكل المستثمرين، الأمر الذي دعا المستثمرين لأن يشتروا في اليوم التالي من البورصة بسعر (15.50) دولار للسهم، والذي أقفل عند سعر (15.85) للسهم، وكان العائد للأوراق المالية في اليوم الأول 22%، وكان البنك على وعي بأن اليوم الأول أكبر من (13) دولاراً للسهم، ولكن فكر في تقديم العرض بأقل من هذا السعر لضمان بيع الكمية المعروضة، وتقليل مسئوليته أمام الشركة. ويمكن عرض ذلك في الشكل رقم (5-4).

إن تخفيض سعر السهم يؤدي إلى تدنية مخاطر البنك الضامن، ومن ثم جعل الإصدارات الجديدة مرغوباً فيها بدرجة عالية للمستثمرين.



شكل (5-1) العلاقة بين سعر إصدار الأسهم وبين العائد على الاستثمار خلال الفترة من (1980 -2004)

انتقادات بنوك الاستثمار: CRITICISMS OF INVESTMENT BANKS

مشكلات: Problems

يعمل بنك الاستثمار على تحويل منشآت صغيرة خاصة، ويدخلها لتكون شركة عامة في (IPO)، هذه المنشآت الصغيرة ترغب في التوسع معتمدة على إصدار الأوراق المالية، وبعض هذه الشركات يمكنها أن تكون شركات عامة جيدة، حيث إن الشركة العامة تختلف في نطاق وأسلوب عملها عن الشركة الصغيرة الخاصة، والتي قد تكون قادرة على إدارة أعمال كبيرة. فمن إذن يقرر أي الشركات الصغيرة تتحول إلى شركات عامة؟ لا شك أن بنوك الاستثمار تتخذ هذا القرار، وتخفف من المخاطر المحتملة، ومن ثم فهي كضامن عند الإصدار إذا اعتنت هذه البنوك بالفحص الجيد لهذه الشركات من منظور إدارتها الجيدة وجودة أعمالها وتوقعات كسبها مستقبلاً، وذلك في ضوء أعمالها السابقة، هذا بالإضافة إلى دورها في دعم الشركات

التي تتعرض للعجز، اعتماداً على إمكانية تسجيلها في البورصة، ولكن مع منتصف وأواخر التسعينيات 1990 تغير الوضع، وزادت أسعار أسهم منشآت التكنولوجيا والتي كانت مفضلة لدى المستثمرين، وزاد الطلب كثيراً من قبل المستثمرين على هذه المنشآت، وبهذا فقد كسبت بنوك الاستثمار الكثير من تحويل هذه المنشآت إلى شركات عامة مسجلة.

تدليل على دور بنوك الاستثمار في دعم الشركات
PETS.COM INITIAL PUBLIC OFFERING

العرض العام المبدئي لشركة (PETS.Com)

لتسجيل هذه الشركة كشركة عامة في سنة 1999 كانت إيراداتها (5.8) مليون دولار مع وجود خسائر تشغيل قدرها 61.8 مليون دولار، وفي فبراير سنة 2000 طرح (ميريل لانش) أسهم هذه الشركة في البورصة فزاد رأسمالها (66) مليون دولار، وتلقى (ميريل) المراجع الخارجي للشركة أكثر من (4) ملايين دولار أتعابه. وبعد عشرة شهور تم إشهار إفلاس الشركة.

وقد تعرضت بعض الشركات الأخرى للفشل في الفترة من سنة 1998 – 2000 بذات الظروف، الأمر الذي دفع بنوك الاستثمار إلى مساندة الشركات الجيدة فقط، ورصدها كطرف في الحوكمة لصالح المستثمرين الذين يقيسون النجاح بمؤشر العائد على استثماراتهم في أكثر من (367) شركة (Internet) أصبحت شركات عامة من سنة 1997، ورغم ذلك حققت 15% من هذه الشركات قيمة مضافة بفعل رواج أسهمها، بينما حققت 85% منها خسائر بسبب هبوط أسعار أوراقها المالية، فما هو السبب إذن؟ هل هي بنوك الاستثمار أم مضاربة المستثمرين الأفراد الذين لا يدخلون السوق لشراء الأوراق المالية حتى تبدأ فعلاً في التداول في البورصة طمعاً في زيادة أسعارها التي قد تتعرض للهبوط لسبب آخر.

الصفقات ذات الهيكل : Sructured Deals

عند حاجة الشركات لمزيد من رأس المال، تتجه لبنوك الاستثمار، وقد يكون هذا صعباً، خاصة بالنسبة للشركات التي تواجه الإفلاس، ويتعرض مساهموها لفقد كل شيء حتى دائنوها الذين يحاولون الحصول على ما

يستطيعون رداً لجزء من مستحقاتهم، وعليه، فالمستثمرون لا يرغبون شراء أسهم إضافية للشركات المضطربة مالياً، أو التي تقوم بعمليات اقتراض مربكة من بنوك الاستثمار، أو من مستثمري السندات، وغالباً الشركات ذات الاضطراب المالي تلجأ إلى محاولة زيادة رأسمالها حتى ولو كانت على وشك الإفلاس، أو أن دائنيها يشترطون عدم إمكان الشركة للاقتراض ما لم تسدد لهم ديونهم قبل ذلك.

أحد أوجه الانتقادات الموجهة لبنوك الاستثمار، أنها أحياناً تكون مشاركاً نشطاً في مساعدة الشركات في زيادة رؤوس أموالها خارج نطاق الطرق التقليدية، وذلك بالتلاعب في المكاسب، وكمثال، فقد كانت استراتيجية Enron هي طرح صفقات ذات هيكل باستخدام كيانات ذات عرض خاص (SRE) تنشأ بعيدة عن الضرائب مثلما فعلته في جزر كايمان كشراكة توحيد مصالح مع إحدى الشركات التي تقوم بأعمال مع Enron تحولت بعد ذلك إلى قروض غير مسجلة كدين ومسجلة كإيراد، هذا وبالنسبة للصفقات ذات الهيكل، كانت إنرون تعتمد على الهياكل المعقدة للتمويه على المراجعين والسلطات النظامية، وللمساعدة في تمويل هذه الصفقات، لجأت إنرون إلى بنوك الاستثمار كمصدر لتمويل هذه الشركات الزائفة.

المساهمون في شركة إنرون: ENRON'S PARTNERSHIPS

استثمرت Enron كثيراً في إنترنت جديدة تسمى (Rhythms Net Connections) وصعدت أسعار أوراقها المالية وتحرك الاستثمار من (10) ملايين دولار إلى (300) مليون دولار بمكاسب قدرها (290) مليون دولار. وبسبب قيود بيع الملكية في الـ (IPO) الحديثة لم تستطع Enron بيع الملكية في الـ IPO الحديثة، بسبب الاعتماد على علامة السوق Mark to Market

استطاعت إنرون تسجيل هذه المكاسب، ورغم ذلك فقد احتاطت إنرون من احتمالات الهبوط الكبير في السعر لاحقاً وتحقيق خسارة كبيرة، الأمر الذي يستوجب ضرورة إقناع بنوك الاستثمار بحماية مخاطر السعر لدعم مركز إنرون الضخم ضد المخاطر العالمية، ولذلك فقد أنشأت إنرون شركة في جزر كايمان تسمى (LJM) لضمان تحقيق مكاسب في

أسعار أوراقها المالية، وبذلك فقد قامت بالتأمين لنفسها بنفسها، وأرباح الإنترنت المحتمل تحقيقها بواقع 30% من إجمالي أرباح إنرون عن السنة تمثل بذلك مدخلاً للتعويض إذا هبطت أوراقها المالية والأسواق تحقق خسائر قدرها (200) مليون دولار، الأمر الذي يؤثر بالتبعية كهبوط لسعر الأوراق المالية، ورغم ذلك فقد عقدت إنرون هذه الصفقة مع (LJM) واعتبر هذا الأمر نجاحاً كبيراً ودخلت في ترتيبات مماثلة لحماية أوراق مالية أخرى ذات مخاطر عالية، وسمت هذه الترتيبات (ترتيبات Raptor) وزيادة عدد الشركات إلى ما يقرب من (700) شركة (SPE) جنت إنرون أرباحاً صورية لتعويض توقعات الأرباح المحتمل عدم تحقيقها مستقبلا والتي من المحتمل أن تتحول إلى خسائر.

ورغم ذلك، فقد تحققت بعض الخسائر، واستمرت إنرون رغم ذلك في مباشرة عملياتها وأنشأت صفقات جديدة لتحقيق أرباح صورية وبهذه الطريقة زاد عدد الترتيبات الخادعة، وفي النهاية عندما سقطت إنرون وهبطت أسعار أوراقها المالية سنة 2001 لم تستطع كثير من الشركات الممولة بالأوراق المالية أن تكون قادرة على إكمال صفقاتها، واضطرت إنرون إلى الإفصاح عن خسائر بواقع بليون دولار سبق أن سجلت أرباحاً ودخلت دائرة الإفلاس، وأنكرت بنوك الاستثمار حينئذ وجود أخطاء لها قائلة أنها غير مسئولة عن إنرون (أو أي شركة أخرى) في أمور التحايل وتسجيل القروض كإيرادات، ولكن كان من الواجب على هذه البنوك عندما تشك في أن القوائم المالية لإنرون كانت أن تفصح عن هذه الأوضاع للعملاء وإلا فإنها بهذا الوضع خالفت الثقة التي وضعها العملاء فيها والمستثمرون العاملون بالمشاركة لإخفاء الاضطرابات المالية لهذه الشركة وبذلك فقد فشلت هذه البنوك في تصحيح مسار حوكمة الشركة، وضعف بذلك دورها كراصد، لأن هذا الفشل وبصفة خاصة كان يهم هذه البنوك، لأن GH group , Morgan (اللاعبان الأكبر في مصيبة Enron) هما المؤسسان الماليان الأكبر في هذه الشركة.

وبرغم أن علاقة إنرون مع بنوك الاستثمار بالنسبة للصفقات ذات الهيكل Structured Deals مازالت دليلاً على ضعف دور بنوك الاستثمار في حماية المستثمرين، فقد قامت هذه البنوك بمساعدة شركات أخرى، واستطاع بذلك (JP Morgan) تحويل الخسائر المالية إلى شركات أخرى بلغ عددها (7) شركات.

محللو الأوراق المالية: SECURITIES ANALYSTS

توجد طائفتان تمثلان جانب الشراء، وجانب البيع، لمساعدة المستثمرين الذين يلجأون دائماً إلى المحللين الماليين للمساعدة في تقرير أي الأوراق المالية أفضل كفاءة. لذلك فإن محللي الأوراق المالية من جانب الشراء Buy – Side Analysts هدفهم تقديم توصيات غير علنية، والتي لا يحق الاطلاع عليها سوى مستثمري المؤسسات فقط. ومن أنماط محللي الأوراق المالية، مديرو الصناديق Fund، الذين يديرون الأموال لصالح المستثمرين الأفراد مثل حسابات التقاعد، ولذلك فهم جزء مهم من نظام رصد الشركات. كما يلجأ السماسرة وبنوك الاستثمار إلى المحللين لدعم بحوثهم التي تلقى اهتماماً كافياً في تأمين منشآتهم من الانهيار المالي، ولذلك يطلق على محللي الأوراق المالية الدائمين للسماسرة وبنوك الاستثمار، ضامني جانب البيع Sell-Side Analysts، ويبدون بذلك كبائعين للأوراق المالية التي يغطونها، وتكون توصياتهم عادة علنية، ولا شك في أن كثيرًا من المستثمرين يعتمدون على هذه التوصيات، التي تجعل هؤلاء المحللين بمثابة جزء مهم من نظام رصد الشركات.

ولدعم جانب البيع، يتقدم المحلل بفحص الحالة المالية والتشغيلية للشركة المصدرة للأوراق المالية، أو للأخرى المتداول أوراقها بالسوق، وأيضًا بفحص مدى تقدم الشركة مستقبلاً، ومدى فاعلية إدارتها، والوضع العام لها في الصناعة المنتمية إليها. وبعض المحللين يعملون في صناعات معينة لاكتساب خبرة فيها، وعلى أساس ثقتهم، فإن المحللين يحققون مكاسبهم من تنبؤاتهم حول هذه الأوضاع.

والجدير بالذكر أنه عادة يحاول المحلل التنبؤ بالمكاسب ربع السنوية للسهم (EPS) وهذه تفيد المستثمرين الذين يعتمدون على هذه التقديرات لتحديد الصحة المالية للشركات التي يرون امتلاك أسهم فيها، فمثلاً كثير من المستثمرين يستخدمون نسب P/E (سعر السهم في السوق مقسوماً على مكاسبه السنوية)، وذلك كمقياس مهم لجاذبية الأوراق المالية كاستثمار فعال،

وبعض المستثمرين يعتمدون على نسبة P/E كمقياس فعال للحكم على كفاءة تقديرات المكاسب التي تكون مهمة ومفيدة لهم.

ربما الأكثر أهمية، أن المحلل كذلك يقدم توصيات تجارية للمستثمرين. فمثلاً قد يقترح المحلل بيع أو شراء أوراق مالية معينة، وقد تصل هذه التوصيات إلى درجة من الاختصار، وتصبح في كلمة واحدة: خذ/اشتر، كذلك بعض التوصيات تكون غامضة مثل إيجابي، سلبي، محايد. وهذه الألفاظ كتوصيات التي نراها اليوم، والتي يجب أن تتحول نحو التركيز على تقييم المحللين أقل تعقيداً وغموضاً. فالمحللون (مثل جولدمان ساشر، إخوان لهمان، ميريل لاينش، مورجان ستانلى، وغيرهم) يستخدمون نظام تقييم ثلاثي (Three-tier rating system) (اشتر/خذ/بع) لاستبعاد الغموض.

وبعض توصيات المحللين تكون موقوتة، ففي يوم ما كانت التوصية: "اشتر"، وهذه التوصية تعكس رأى المحلل فقط، ولذلك يجب العمل على تحديثها أولاً بأول، ونشرها سريعاً، وإبلاغها تليفونياً لعملائه.

جودة توصيات المحلل كراصد لحوكمة الشركة:

Quality of Analysts Recommendations

دور المحلل التقليدي هو إجراء تحليل دقيق للشركة لتقدير مكاسبها، ولتقديم توصيات تجارية، فضلاً عن تقديم توصيات موقوتة عن حال الأوراق المالية، وهل بذلك يكون المحللون فعلاً جيدين في أداء عملهم هذا؟

بالنسبة للتنبؤ بالمكاسب، يجب على المحللين أن يكونوا متحفظين نوعاً ما، بمعنى ألا تكون تنبؤاتهم فيها شيء من عدم المغالاة في المكاسب الممكنة، خاصة أن المعروف عنهم، أنهم دائماً متفائلون في التنبؤات لمجرد كسب دخول من المستثمرين، أما إذا كانوا متحفظين في تنبؤاتهم، ووجدوا المديرين أنفسهم قد حققوا أكثر من المتوقع، فهنا يظهرون بمظهر المجدين في عملهم وإدارتهم. ولا شك أن المحلل الذي يعمل جيداً في التنبؤ بالمكاسب، يحتاج إلى معلومات مالية ومحاسبة وغير مالية وسوقية سواء من CEO أو من الإدارة العليا للشركات العامة.

وهنا: هل يتعاون الـ CEO مع المحلل الذي يضع تقديرات عالية؟ في إحدى الحالات تم انتقاد بعض المديرين بمعرفة المحللين حول تقدير أرباح شركاتهم، وفي حالات أخرى قد يلجأ المديرون إلى تقدير أرباح شركاتهم بصورة متعمدة ومعتمة، وهنا يجب على المحللين أن يتيقظوا لمثل هذه الحالات، مع التحفظ التام، طالما أن هذه التقديرات غير مبنية على معلومات وإحصاءات ومراجعات للماضي وتوقعات المستقبل.

وبنجاح المحلل في عمله، فإن الـ CEO يرحب بتقديراته، ويأخذ بتوقعاته، ويساعد في إعطائه المعلومات اللازمة له لأداء عمله، ويُطلق على هذه الحالة (وعد بالأقل وتسليم بالأكثر) (under promise – over deliver). وقدرة المحلل على تقدير المكاسب مستقبلاً بدقة، قد تتعرض لصعوبات في المستقبل، بسبب القيود التي تضعها البورصة SEC، والتي من أهمها عدم إعطاء المحللين معلومات متميزة، لأن المنطق يستدعي تماثل المعلومات التي ترغب المنشأة في إعطائها للمحلل، والتي يجب أن تعطى للجمهور في نفس الوقت. وهذه القاعدة الجديدة تسمى "تنظيم الإفصاح المنصف" Regulation fair disclosure or Reg FD، ولذلك تعتقد اللجنة (SEC) أن من غير الإنصاف أن بعض المستثمرين من خلال المحللين، يمكنهم الحصول على معلومات خاصة دون غيرهم، ولذلك نؤكد أن عدم إتاحة المعلومات الكافية والملائمة للمحلل تؤدي إلى ضعف دقة تنبؤاته، ومع هذا، فإن التوقعات الآن يمكن أن تصبح أكثر أمانة حول مكاسب المستقبل بسبب تأثير لائحة (SEC) التي يكون لها تأثير مباشر على تنبؤات المحللين .

وماذا عن قدرة المحلل في التوصية بمدى كفاءة الأوراق المالية؟ غير واضح إذا كان المحللون في وضع جيد لمعرفة أوضاع الأوراق المالية كي يوصوا بها إلى المستثمرين. في دراسات سابقة أكاديمية في التسعينيات انتهت إلى أن المحللين ليس لديهم قدرات جيدة في هذا الشأن، رغم أن دراسات أحدث كثيراً تقول إن المحللين يمكن أن تكون لهم القدرة على التوصية بأوضاع الأوراق المالية، وعليه فإذا كنت تريد شراء أوراق مالية موصى بها من المحلل بأنها (شراء قوي) ثم تهبط قيمتها في السوق، فإن هذا

النوع من محللي الأوراق المالية، لا يستطيعون تقديراً صحيحاً للأوراق المالية طالما كانت تكلفة الصفقة كبيرة نسبياً.

وبناء على ما سبق، فالمستثمرون ذوو المعرفة، يفضلون التوصية المحايدة بالحيازة أكثر من الجمل المتفائلة التي يستخدمها المحللون، والتي تبنى على موقف متسرع، خاصة أنه ليس كل المستثمرين على علم كاف بالسوق، وبحالة الأوراق المالية.

المحللون وتعارض المصالح المحتمل:

POTENTIAL CONFLICTS OF INTEREST

يسعى المحللون إلى الحصول على معلومات عالية الجودة، وهم أقدر من غيرهم على تقدير جودة الشركة، وإن كانوا يريدون كذلك أن يكونوا في موقف أفضل أمام المستثمرين والأطراف الأخرى المتعارضة، لذلك يحاولون الحصول على المعلومات الكافية، ومن أي مصدر، رغم أن المصدر الأفضل فعلاً هو الشركة ذاتها التي يكونون قادرين على إجراء مناقشات صريحة مع إدارتها، وهذا الوضع يمثل تعارضاً واضحاً في المصالح، فكيف إذن يستطيع المحلل الذي يريد التعامل مع إدارة الشركة ثم يعطيها تقييماً ضعيفاً؟ هل يكون قادراً على كسب التعامل مرة أخرى معهم؟ لذلك فالمحللون تكون أيديهم مقيدة، ويريدون أن يكونوا موضوعيين في ذات الوقت، ولكن موضوعيتهم هذه، قد تمنعهم من الحصول على دخول مستقبلاً.

ولأن المحللين متخصصون في صناعة معينة، فهم يحاولون التعرف على المديرين في هذه الصناعة، وقد يقيمون صداقات معهم، نظراً لأن التخصص في صناعة معينة أو قطاع معين، قد يتيح للمحلل أن يكون جزءاً من هذه الصناعة.

المحللون العاملون في بنوك الاستثمار:

Analysts Working at Investment Banks

قد يعمل المحللون لحساب شركة بحوث مستقلة أو لحساب سمسار أو لعمليات سمسرة لبنك استثمار، ومعظم المحللين ذوي الكفاءة العالية، يعملون

مع بنوك الاستثمار التي تعطيهم مقابلاً لأتعابهم، التي تصل إلى عشرات الملايين من الدولارات.

والسؤال هنا: هل هؤلاء المحللون يشعرون بالحرية في إعداد التقديرات المطلوبة بصورة أمينة أمام هذه الأتعاب الكبيرة بهذه البنوك؟ وإذا كان تقدير المحلل سلبياً لأوراق مالية سبق لزميله المحلل بالبنك أن تولى ضمانها من قبل، فهل هذا الوضع يزعج مسئولي البنك؟ ولذلك إذا كانت إحدى الشركات قد تلقت تقديراً سلبياً من محلل، ثم تلقت تقديراً إيجابياً من محلل آخر، فإن هذا مدعاة لوجود صراع بين المحللين يؤثر في النهاية على قيم الأوراق المالية للشركة، وفي نفس الوقت، قد لا يكون هذا صراعاً بل مجرد تأثير أحدهم على الآخر عند تقييمهم نفس الشركة، ولذلك فمن الضروري أن يصبح المحللون العاملون في بنوك الاستثمار في وضع يتطلب توفيق استقامتهم لصالح كل من البنك والمستثمرين والشركات وكل الأطراف ذات العلاقة برصد أو حوكمة الشركة.

وتقدم الدراسات الأكاديمية دليلاً يتفق مع هذه المشكلة. فيجدون أن الأوراق المالية التي يوصى بها المحللون الذين يعملون في بنك استثمار أقل صورة من تلك التي يوصى بها المحللون المستقلون، كذلك طبقاً لتعليق ورد في مجلة (Business Week) فإن تقدير المحلل المستقل يفوق تقدير المحلل الذي يعمل في بنك الاستثمار، وهذا يدل على وجود تعارض في المصالح التي يواجهها المحللون في بنوك الاستثمار، بما يجعلهم يتنازلون شيئاً ليرضوا رؤساءهم في هذه البنوك.

وفي أواخر التسعينيات صار المحللون جزءاً من فريق بنك الاستثمار بصورة شائعة، وبذلك تدنى الدور المصرفي في تقديم خدماتهم لمنشأة تريد إصدار أوراق مالية، وأصبح دور المحلل هو الركيزة الأساسية في الحكم على كفاءة الإصدار، وأيضاً في تسويق الإصدار للمستثمرين، وبذلك ووفقاً لهذه الصفة، يصير المحلل رجل مبيعات ومروجاً للمنشأة بدلاً من محلل موضوعي للأداء المالي للشركات، ونتيجة هذا، فقد زاد أجر المحلل كثيراً معتمداً على خدماته في بنك الاستثمار.

فمثلاً: بعض المحللين النجوم كانوا يتلقون 75% من أجورهم من البنوك الاستثمارية، غير أن الاتجاه التقليدي هو ترجيح وضع المحلل المستقل في هذا الصدد تجنباً لتعارض المصالح الذي يمثل حالياً تحدياً يفرض رصد وحوكمة الشركة لتحقيق توازن في هذه المصالح.

صراع المصالح بين المحللين وبنوك الاستثمار (حالة ميريل لاينش)

MERRILL LYNCH: ANALYSTS VERSUS INVESTMENT BANKING

وجه النقد لميريل لاينش لصراع على المصالح بين محللين وبنك استثمار، حيث كان لمنشآته تعامل مع هذه البنوك، وكان الوضع أن المحلل الذي يضع توصية غير مقبولة من وجهة نظر البنك، يذهب ويأتي غيره فيصدر توصية ترضي البنك لمجرد أن يأخذ البنك عملية إصدار الأوراق المالية، ويحصل بذلك على أتعابه بشأنه.

وللتدليل، إذا كان محلل أكثر تفاؤلاً وحل محل محلل متشائماً لمجرد دعم المديرين التنفيذيين في إنرون لمجرد كسب رضاهم خاصة وأنه في أوائل 1998 أوصى المحلل (جون أولسون) للأوراق المالية لإنرون بتقييم سلبي لأوراقها المالية، الأمر الذي أزعج مديري إنرون (جيفري سكيلنج) و(كن لاي) اللذين اختارا الطريق الخطأ لدعم مصالحهما الشخصية، وقد تقدم ميريل لاينش بشكوى إلى CEO حول عدم وجود كسب لبنك استثمار مع Enron نتيجة تقييم (أولسون) للشركة على أنها ذات وضع ضعيف مما دفع الشركة إلى اختيار محلل جديد لتغطية ورفع درجة إنرون Accumulate في السوق مقابل الحصول على (45) مليون دولار كأتعاب، وهذا ما يصور التأثير القوي للشركات العامة على المحللين الذين يعملون في بنوك الاستثمار بأن يكونوا متفائلين من أجل كسب أعمال الضمان للإصدار المطلوب ولو على حساب الحقيقة التي تحطم آمال المستثمرين وتدمر مستقبل هذه الشركات بفعل هذا التلاعب.

ولدعم وضع المحللين النسبي حالياً في بنوك الاستثمار، أفصح قانون (ساربنيز أوكسلى) كما أفصح كل من الاتحاد القومي لتداول الأوراق المالية، (NASD) وبورصة نيويورك عن مجموعة من القواعد التي تعالج تعارض المصالح بفعل التباين في آراء المحللين. وقد صدقت الـ (SEC) على هذه اللوائح الجديدة في صيف عام 2002.

وفي ظل هذه القواعد الجديدة، فعلى محللي الأوراق المالية (خاصة جانب العرض) ما يلي:

1- عدم تقديم الرأي في كفاءة عمليات مصرفية استثمارية.
2- عدم تقاضي تعويضات مرتبطة بعمليات بنوك الاستثمار.
3- عدم الوعد في صالح التقييم بما يرضي الاستثمار.

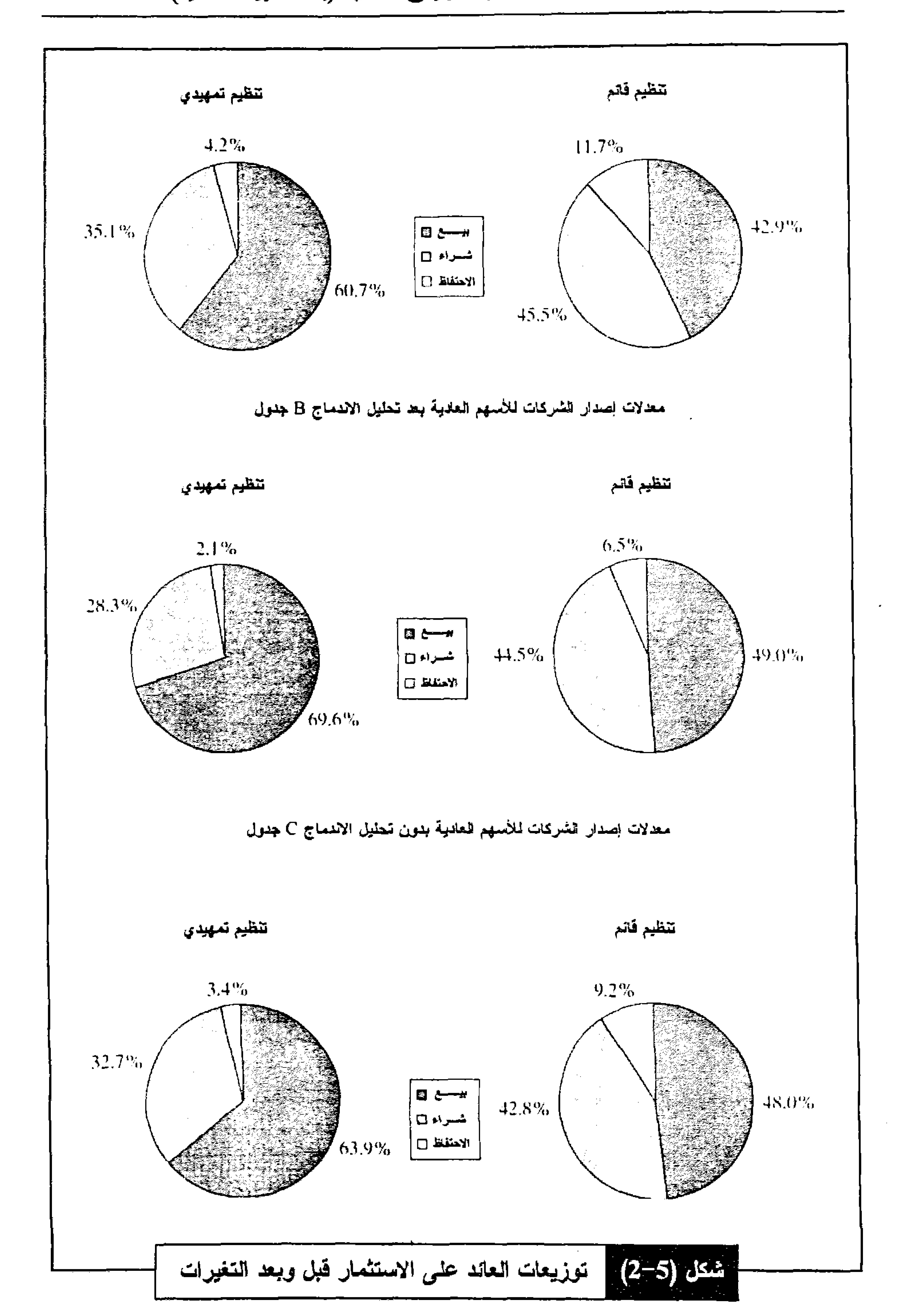
كذلك، فإنه عندما يقدم المحلل تقييمه حول الأوراق المالية، فعليه أن يُفصح عما يلي:

1- إذا كان قد أخذ مقابلاً على أساس إيراد بنك الاستثمار.
2- إذا كان له منصب في الشركة محل النظر.
3- إذا كانت الشركة محل النظر إحدى عملاء المنشأة.

ومحل ادعاءات (SEC) لسوء سلوك المحلل – سوى ميريل لاينش وتسع من منشآت بنوك الاستثمار المتوافقة مع SEC – فقد فرضت غرامات قدرها (1.4) بليون دولار كعقوبات، وهذا ما يؤكد أهمية الإجراءات الجديدة لتوصيات المحللين (شاملة اتباع القواعد الجديدة لـ NYSE , NASD) والتي تُعرف باسم "تسوية بحوث المحللين العامة" والتسوية من منشآت (وول ستريت) والـ (SEC) و(NASD) و(NYSE) التي تعكس حقاً قواعد NYSE وNASD الجديدة دعماً للقواعد الإضافية الجديدة من البنوك وإدارات البحوث التي يجب أن تكون ذات إدارة قانونية خاصة بها. كذلك عند إعطاء المحلل رأياً عن إصدار أوراق مالية، فعلى بنك الاستثمار عرض بحث مستقل طبقاً لأساس (buy, sell or hold) حول تقييم محلليهم.

هل القواعد الجديدة غيرت انحياز تقييم المحلل؟ New Regulations

في دراسة حديثة لفحص هذا السؤال، قام الباحثون بدراسة عدد من تقييمات (Sellhold-Buy) بعض المحللين خلال سنتين تقريباً، وسنتين بعد التسوية، فقد ترتب على عدم تطبيق القواعد الجديدة أن كان تقييم المحللين 60.7% للمنشآت (buy) 4.2% للمنشآت (Sell)، ثم بعد النظم الجديدة فقد أوصى المحللون (42.9%) (buy) و(11.7%) (Sell) وذلك يبدو أن القواعد الجديدة قد خفضت الانحياز في التقييم، ومع هذا لا يزال وجود البعض الأكثر تفاؤلاً في هذه المسألة. ويمكن توضيح ذلك كما هو في Panel (A, B, C).



شكل (5-2) توزيعات العائد على الاستثمار قبل وبعد التغيرات

ملخص SUMMARY

تلعب بنوك الاستثمار دوراً في نظام الشركات الأمريكية، فتساعد هذه الشركات في الحصول على رأس المال اللازم لها للإنفاق على عملياتها.

ومن أجل ضمان كفاءة الأوراق المالية التي تقدرها الشركات، يصر البنك في البقاء لتدبير تمويل عمليات هذه الشركات. وهذا الوضع يجعل هذه البنوك في وضع فريد لتكون راصدة لحوكمة الشركة، بل أكثر من هذا، يجب أن تكون حارساً لدعم الشركات الجديدة في الحصول على رأس المال اللازم لها. وهذه الطريقة يترتب عليها الاهتمام بالشركات عالية الجودة والأمان للجمهور.

ويلعب المحللون أيضا دوراً في تقييم أداء المنشآت، ورصد توقعات مستقبلها، شريطة أن يقوموا ببذل العناية المهنية الكافية التي تضمن عدم حدوث تعارض في المصالح المؤسسية، ولا يتأتى ذلك الدور الفعال إلا بحصول المحللين على البيانات الجديدة القادرة في الحكم على مستقبل الشركة ومستقبل أوراقها المالية، والقادرة أيضاً على دعم موقف بنوك الاستثمار التي يعملون بها في مسألة حوكمة الشركة.

وبذلك لا يجب أن يدخل المحللون كطرف مع بنوك الاستثمار في تغميض أعينهم حتى توقع الصفقة مع هذه البنوك حالياً ومستقبلاً، وهذا هو ما دعت إليه القواعد الجديدة التي هدفت إلى الحد من التعارض في المصلحة، ومن ثم الدخول في إعادة الهيكلة المالية للشركات حال وجود هذا التعارض.

الفصل السادس

الدائنون ووكالات تقييم الائتمان (الجدارة الائتمانية)

Creditors and Credit Rating Agencies

مع اهتمام أصحاب الأوراق المالية في الشركة بمسألة حوكمة الشركة، نجد أن أولئك الذين يقرضون الشركة هم كذلك مستثمرون مهمون في الشركة، لذلك فهم يهتمون بالتبعية بحوكمة الشركة، وعموماً، هناك نوعان من المقرضين هما: المقرضون المؤسسات، كالبنوك التجارية، والمقرضون المستثمرون الأفراد، كحملة السندات (Bondholder).

والدائنون يمكنهم المتاجرة بطلباتهم مثل حملة الأوراق المالية. فمثلاً يمكن لحملة السندات بيع سنداتهم إلى مستثمرين آخرين (والبنوك يمكنها بيع قروضها كذلك، ولكن مبدئياً لمؤسسات أخرى) فإذا كانت المنشآت تعاني من حوكمة الشركة الضعيفة، حينئذ فإن قيمة سنداتها قد تنخفض مثل قيمة أوراقها المالية، فإذا انهارت الشركة من ضعف درجة حوكمتها، حينئذ فإن المقرضين يأخذون فقط جزءاً من قروضهم. وإذا كان البنك قادراً على أن يرصد الشركة التي يقرضها حفاظاً على حقوقه، فإن حملة السندات الأفراد قد لا يجدون الموارد الكافية للقيام بهذا الرصد. ولحسن الحظ، فإن الدين Debt يمكن بذاته أن يكون آلية حوكمة، ولذلك فإن هناك وكالات تقييم الائتمان التي تقيم مستوى السلامة لدين الشركة وتقديم المعلومات المهمة لمستثمري السندات المحتملين، **ويمكن حماية دين الشركة من خلال ثلاثة نظم مهمة للشركة وهي:**

1- الرصد بواسطة المقرضين للشركات.

2- الدين في ذاته يمكن أن يكون آلية نظامية للرصد.

3- الرصد وتقييم الدين بواسطة وكالات الائتمان.

ديون السندات كآلية نظامية:
DEBT AS A DISCIPLINARY MECHANISM

عندما يكون على الشركة دين، فيجب أن تقوم بدفع فوائد هذا الدين كل سنة، فإذا لم تستطع، فإن المقرض يمكن أن يطالب بفرض الرقابة على الشركة، ومن جهة أخرى، إذا كان حملة الأوراق المالية في الشركة غير موعودين بأي شيء، رغم قدرة الشركة على توزيع أرباح لحملة أوراقها المالية، فإن مدفوعات الفائدة تمثل التزامات سنوية ثابتة على الشركة. وبذلك يفرض الدين نظاماً على إدارتها.

بمعنى أن الشركة يجب أن تولد إيراداً كافيًا كل سنة لتغطية مصروف الفائدة، وإذا فشل المديرون في هذا الصدد، حينئذ يمكن أن يفقدوا الرقابة على شركاتهم.

وقد يشكل مصروف الفائدة صعوبة على المديرين يجب التغلب عليها حتى يكون دافعاً للإدارة، وإلا فإنه سوف يحد من السلطة المطلقة الإدارية التي قد لا تقبل سداد الفوائد السنوية لمجرد القيام بإنفاق رأسمالي لتعزيز قيمة الشركة، خاصة عندما تنشأ فرص مواتية.

وبناء على ذلك، فإن الديون تمثل التزاماً فقط على المنشآت الناضجة ومجالس إدارتها المرنة ومديريها الأكفاء.

وأخيراً، بالإضافة إلى مصروف الفائدة الموعود به، فقد توجد اتفاقات واضحة أخرى في صورة (قواعد أو وعود أو قيود يوافق المقترض قانوناً على الالتزام بها) يمكن أن تكون مكتوبة في عقود الدين مثل ضمانات المقترض، وحماية الديون.

وبمخالفة أي اتفاقية من هذه الاتفاقيات، يمكن أن تنتقل رقابة المنشأة من الإدارة إلى الدائنين لأن حقوق الدائنين، تكون عادة أكثر وضوحاً من حقوق المساهمين، نظراً لأن الدين له حماية أفضل من حماية حقوق الملكية.

المكاسب المنتظمة ومصروفات الفوائد : Do Firms Have Enough Debt

بعض المنشآت لها مكاسب سنوية أكثر كثيراً من المصروف السنوية للفائدة، ونسبة - Times (TIE) Interest-Earned (الفائدة- المكسب) تقاس عادة بالمكاسب قبل الفائدة والضائب (EBIT) بالنسبة إلى إجمالي مصروف الفائدة. فمثلاً كانت نسبة (TIE) بالنسبة لشركة IBM أكثر من (80) بمعنى أن IBM تستطيع أن تدفع مصروفات الفائدة السنوية أكثر من (80) مرة، وفي ذات الوقت لا تستطيع هذه الشركة أن تقوم باستثمار جديد وسداد مصروفات استثمارية لأغراض النمو مستقبلاً وهذا المشهد الأخير لا يكون بالضرورة سيئاً، لأن الشركات في النهاية تدخل مرحلة النضج في دورة حياتها، ولكن إذا كانت الشركة لا تدفع توزيعات أرباح (أو تدفع توزيعات أرباح غير كافية) حينئذ يصبح لديها أرباح محتجزة، وتملك نقدية أكثر على الرغم من أن النقدية ليست الأصل الأكثر إنتاجية، وأحياناً يمكن استخدامها في الصرف على مشروعات استثمارية سيئة لمجرد التخلص منها، وهذا ليس جيداً بالنسبة للمساهمين، وأحد حلول هذه المشكلة يكون باستخدام فائض النقدية لشراء أوراق مالية أو دفع توزيعات الأرباح، وبعدئذ يمكن الاقتراض لتمويل المشروعات، وهنا لا يوجد تحفظ على أن الزيادة في مصروف الفائدة قد تؤدي إلى خفض صافي الدخل، وأن التخصيص الأقل يزيد من صافي الدخل للسهم كنتيجة لتغير هيكل رأس المال. هذا بالإضافة إلى أن الدين لا يفرض قيوداً ضريبية، حيث تدفع الفائدة قبل الضرائب، بل إن زيادة الدين يجب أن تزيد قيمة المنشأة وإذا كانت نسبة TIE بشركة IBM فوق (80%) ولكن أقل من 15% من إجمالي أصولها فيجب أن يتم تمويلها بدين طويل الأجل حتى ولو كانت لديها نقدية فائضة.

المؤسسات المقرضة كراصد للشركة :
INSTITUTIONAL LENDERS AS CORPORATE MONITORS

بالطبع، يجب أن تقوم البنوك برصد المنشآت التي تقرضها حتى ولو في وجود علاقة طويلة الأجل بين هذه المنشآت والبنوك، والتي قد تكون مفيدة للمنشأة المقترضة على الأقل من ناحيتين :

الأولى: قد تكون المنشأة قادرة على الحصول على فائدة بسعر أفضل.

الثانية: قد تشعر المنشأة بأنه من الأسهل عليها إجراء التفاوض على عقد الدين (إذا لزم الأمر) مع البنك الذي تتعامل معه أكثر من إجرائه مع مقرضين كثيرين مثل حملة السندات.

ومع هذا، فالحصول على أسعار فائدة أفضل من البنوك غالباً ما يترتب عليه أن تقوم المنشأة بتوفير معلومات للبنك، فمثلاً قد ترغب منشأة في اقتراض ملايين الدولارات للقيام بمشروع جديد، ويمكنها إصدار دين عام (سندات)، ولكن قد تجد أن سعر الفائدة (سعر الكوبون) سوف يكون مرتفعًا لسبب أو لآخر، الأمر الذي يفرض عليها ضرورة اختيار بديل الاقتراض من البنك أو من شركة تأمين بسعر فائدة مقبول، بشرط أن تقوم بكشف تفاصيل دقيقة عن مشروعاتها المرتقبة لإثبات جدارة سعر الفائدة المنخفض، كذلك يجب على المنشأة الموافقة على اتفاقات عديدة للحصول على سعر الفائدة المقبول، وهنا يصبح للبنوك إمكانية فرض سلطة كبيرة طبقاً لهذه الاتفاقات، وتصبح بذلك راصدة لحوكمتها.

لماذا لم يرفع المقرضون علماً أحمر خلال الفضائح الأخيرة للشركات الدولية ؟ Why Didn't Lenders Raise a Red Flag During the Recent Corporate Scandals?

دائنو المنشأة، وحملة أوراقها المالية، غالباً يعتبرون مستثمرين، رغم أن الحقيقة أن المقرضين يقرضون فعلاً حملة الأوراق المالية، وبذلك يصبح هؤلاء المستثمرون الاثنين في جانبين متعارضين من التزامات الدين، بسبب أن الاثنين قد لا يشاركان في نفس الأهداف بالنسبة للشركة.

ولما كان من حق حملة الأوراق المالية الحصول على حقوقهم من صافي دخل الشركة بعد سداد حقوق الدائنين الذين يحصلون على فوائدهم أولاً نتيجة أن مطالب الدائنين لها أولوية على مطالب حملة حقوق الملكية. وهذا الوضع هو الذي يفرض وجود حوافز متباينة بين هؤلاء الطرفين، فمثلاً على المنشأة أن تختار بين مشروع ذي مخاطر ذات عائد مرتفع، رغم أنه قد يكون غير مؤكد، وبين مشروع أكثر أماناً مع عائد أقل، ولا شك أن العائد على المشروع الآمن قد لا يترك بالكاد شيئاً لحملة الأوراق المالية بعد الدفع للدائنين، لذلك فإن حملة الأوراق المالية قد يفضلون المشرع ذا المخاطر عن المشروع الآمن، رغم عدم وجود تأكيدات لديهم بمدى قدرة المنشأة على تغطية مصروفات الفوائد، وبذلك يجب أن نلاحظ أن الدائنين يحصلون على

حقوقهم أولاً، وبذلك يصبح حافزهم أقل لرصد السلوك الإداري للشركة بالنسبة لحملة الأوراق المالية، الذين يصبحون الطرف الأكبر قدرة على رصد إدارة الشركة، ومن ثم رصد مستوى حوكمتها.

دور وكالات تقييم الائتمان في رصد حوكمة الشركات :

CREDIT RATING AGENCIES

كما أن المحللين يساعدون في تقييم الأسهم لصالح المستثمرين، فإن وكالات تقييم الائتمان تساعد في تقييم السندات بالنسبة للمستثمرين وحمايتهم من المخاطر المترتبة على الاستثمار في هذه السندات.

والمستوى الآمن للسند من المسائل الجوهرية لأولئك الذين يختارون استثمارات ذات دخل ثابت، حيث يصبح العائد الأفضل لحامل السندات الذي يمكن أن يتسلمه متمثلاً في كل من مدفوعات الفائدة خلال مدة السند، فضلاً عن الأصل عند استحقاق السند، وعلى الرغم من أن حامل السند يهتم بالمستوى الآمن، فإن هناك إشكالية تتمثل في كيفية ما إذا كان دين المنشأة آمناً أو ذا مخاطر؟ والإجابة تكمن في دور وكالات الائتمان التي تعطي تقييماً لسلامة السندات مرة على الأقل كل خمس سنوات، حيث تقوم بإجراءات تحليل للائتمان، وتعطي بعد ذلك رتبة للمنشأة تمثل آلية لحماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار في السندات.

نظرة تاريخية حول تقييم الائتمان للشركات: A Brief Historical Perspective

للتعرف على كيفية عمل صناعة الائتمان وأهميتها، فقد اخترع (جون مودي) في سنة 1909 تقييماً للائتمان، عندما نشر دليلاً حول تقييم الأوراق المالية لـ (200) شركة خط سكك حديدية، وذلك نظير أتعاب يدفعها المستثمرون كمقابل لهذا الدليل، وفي سنة 1916 بدأت إحدى الشركات (Standard Company) في تقييم السندات، كما بدأت شركة (Fitch) هي الأخرى في تقييم السندات في سنة 1920.

وفي التسعينيات، وبفضل توافر تقنية معدات النسخ، فقد تمكن المستثمرون من الحصول على التقييم المرغوب دون دفع مقابل للأدلة

المنشورة. الأمر الذي دفع إلى زيادة الطلب على تقييم الأوراق المالية بصورة كبيرة من قبل شركات التأمين، وبصورة مجانية للأسهم، وبمقابل من الشركات مصدرة السندات على وجه الخصوص لتشجيع الاستثمار في هذا الوعاء.

وبعد أزمة أسواق الأوراق المالية العالمية سنة 1929 بفعل الكساد الكبير ، فقد بحثت الحكومات عن طرق أخرى لإعادة الثقة في النظام المصرفي، عن طريق إصدار قانون للأوراق المالية لدعم أبعاد تنظيم الصناعة المصرفية والأوراق المالية.

وفي سنة 1936، اهتمت الحكومة الأمريكية بعملية دور تقييم الائتمان، خاصة، الائتمان المصدر من البنوك التجارية ودعم جودتها. وبصفة خاصة فقد أصدر "مراقب العملة" قراره بأن البنوك التجارية يمكنها فقط ملكية سندات ذات قيمة استثمارية عالية، بسبب اهتمام فئة كبيرة من المستثمرين بهذا الوعاء، ومدى حاجتهم في ذات الوقت بآلية عملية ذات كفاءة عالية لتقييم الائتمان المصرفي، ولذلك، فقد أصبح لمن يقوم بإصدار سندات في (US) ضرورة ملحة إلى تقييم هذه السندات، وينطبق هذا على جميع الشركات سواء العاملة بالولايات والحكومات المحلية أو التابعة لحكومات أجنبية، حيث يساعد تقييم الائتمان المستثمرين في فهم المخاطر حول إصدار السندات التي تصدرها هذه الشركات، ولا يتأتى هذا إلا إذا قامت الشركة المصدرة للسندات بإجراء المناقشة مع وكالات تقييم الائتمان التي يمكنها إعطاء درجة عالية من التقييم حول جودة الشركة التي تقوم بإصدار السندات بفائدة أقل، كما يمكنها إعطاء درجة تقييم منخفضة للشركات التي تعرض سنداتها.

والأمر الغريب المصاحب لدور وكالات تقييم الائتمان، هو أن معظمها يمكنه القيام بعملية بيع التقييم المرتفع للمنشآت الراغبة في دفع أتعاب عالية لهذه الوكالات.

في أوائل سنة 1975 ومع تدني قيمة سندات شركة penn المركزية وفضيحتها، فقد رخصت البورصة ممثلة في لجنة (SEC) لثلاث وكالات تقييم رسمية تعني بالقواعد المقررة رسمياً للتقييم، والمسماة "منظمات التقييم

الإحصائي المعترف بها قانوناً" (NRSROs)، والتي تضم وكالات (fith/ standard & Poor/Moody)، كما رخصت (SEC) بعد ذلك لأربع وكالات تقييم أخرى، وفي فبراير سنة 2003 وافقت (SEC) على وكالة خامسة، وفي مارس 2005 وافقت (SEC) على وكالة سادسة للتقييم .

ولا شك في أن قواعد (SEC) تعمل على حماية وكالات التقييم الائتماني من أمور المنافسة التي يمكن أن تحدث من قبل وكالات الائتمان الأخرى الصغيرة الموجودة والتي قد يفضلها المستثمرون نتيجة انخفاض الأتعاب التي يدفعونها للتقييم، وهذه الوكالات الصغيرة حاولت وفشلت في الحصول على ترخيص من الـ (SEC) حتى تصبح كبيرة، ولكنها في ذات الوقت لا تستطيع تحمل تكاليف باهظة بدون تحقيق دخل يمكنها من الاستمرار حتى لو عينها (SEC).

ومع قلة المنافسة لعدم دخول وكالات جديدة، فإن الوكالات الخمس لتقييم الائتمان مازالت تباشر أعمالاً مربحة جداً. كان لشركة (مودي) ما يعادل (50%)، بينما كان لشركة (ستاندرد بور) ما يعادل (30%) والثلاث وكالات الأخرى للتقييم تحصل مجتمعة على ما يقرب من (20%).

تباين نظم تقييم جدارة الائتمان المؤسسي وأثرها في رصد الشركات:

The Ratings

ولتقدير جدارة الائتمان للشركات، تعتمد وكالات الائتمان على المحللين الماليين لفحص المركز المالي لكل منشأة، فضلاً عن فحص خطط أعمالها واستراتيجياتها، بمعنى أن المحللين يراجعون بحرص القوائم المالية العامة الصادرة عن هذه الشركات. وللمساعدة في هذا الصدد، فقد منحت لجنة (SEC) لهذه الوكالات إعفاء من قواعد الإفصاح، حتى تسهل للشركات توصيل المعلومات الحساسة للوكالات في سرية تامة.

والشركات بهذا المعنى يمكنها أن تكشف لهذه الوكالات على المعلومات الكافية التي تساعدها في إعطاء إصدارات سنداتها تقييماً مرتفعاً، هذا بالإضافة إلى دور محللي الائتمان في متابعة اشتراطات لجنة (SEC)

والإدارة العليا بالشركات الذين يقومون بمراجعة تقاريرها لأغراض تقييم الائتمان.

ونظم التقييم بوكالة (مودي) و(ستاندرد بور) متماثلة، رغم أن شركة (مودي) تعتمد على أوزان (1 ، 2 ، 3) لوضع تقييم الشركة المصدرة للأوراق المالية في الحدود الأدنى أو المتوسط أو الأعلى، بينما تقوم شركة (ستاندرد بور) باستخدام (-) أو (+) لتقييم وضع الشركات، وللتدليل نفترض وجود إحدى الشركات التي تريد قرضاً بمقدار بليون دولار عن طريق إصدار سندات، وقد تم تقييمها "non – investment – grade" (درجة عدم استثمار) فماذا يعني هذا من قبل الوكالتين المذكورتين ؟ إذا صارت الشركة قوية مالياً حينئذ ترتفع أسعار سنداتها، وبعد ذلك إذا صارت الشركة أكثر سلامة، حينئذ فإن سعر سنداتها يزيد أكثر، وهذا ما يريده حملة السندات والعكس بالعكس.

والتقييم الذي تضعه وكالات التقييم قد يمثل تنبؤات جيدة أو سيئة، ويحصل بناء على ذلك على درجات هي (أفضل جودة، جودة عالية، درجة عدم استثمار).

وعندما تدخل المنشآت في صراع مالي فيما بينها، فإن وكالات التقييم تقوم بتخفيض مستوى تقييمها لأوراقها المالية والسند الصادر لتقييم (AA) قد يهبط إلى (AAT) وإذا كانت عمليات المنشأة أو مركزها النقدي مستمراً في الهبوط يهبط التقييم أكثر، وكل هبوط للتقييم يكون مؤشراً للمستثمرين بأن السندات تصبح أكثر مخاطر، ولذلك إذا هبط سعر السند فإنه يعرض المستثمرين إلى خسارة رأس المال. ونود في هذا الصدد الإشارة إلى أن لفظ (درجة استثمار) تفسر بتقييم BBB أو أعلى، فإذا هبط السند إلى (BBT) أو أدنى، فلا يمثل (درجة استثمار)، بينما لفظ (درجة عدم استثمار) يشير إلى سند رديء يوحي بإفلاس، وهذا ما يحاول حملة السندات تجنبه، وهذا ما يفسر أن هبوط دين المنشأة يشير إلى أن الشركة تتعرض لصعوبات مالية.

تقييم دور وكالات الائتمان في رصد الشركات:

من أهم أوجه النقد لوكالات التقييم، أنها بدأت في أعمال الاستشارات، وكونها استشارية ومقيّمة للائتمان في ذات الوقت، قد يخلق تعارضاً

للمصلحة مثل الذي حدث عندما يقوم المراجعون بعملية الاستشارات بجانب عملهم الانتقادي، بمعنى أن قيام كسب أتعاب عن الاستشارات قد يفقدها استقلالها في تقييم الائتمان المطلوب للمنشأة، مثل المراجع غير المستقل الذي يقوم بالاستشارات للشركة التي يراجعها، وبهذا المعنى ترتكب وكالات التقييم بعض الأخطاء التي تخفض من مستوى حوكمة الشركة. وللتدليل، فعندما أصدرت World Com سندات قيمتها (11.9) بليون دولار، وأسندت عملية تقييم هذه السندات لوكالة (ستاندرد بور) التي أعطتها درجة استثمار (BBB+) كما قامت شركة (مودي) بإعطائها درجة استثمار (AA)، فما معنى هذا الاختلاف في التقييم لنفس الشركة بين الوكالتين؟ على الرغم من أن درجة التقييم المرتفع (AA) بمعرفة وكالة مودي قد أتاح لشركة (World com) اقتراض أموال كبيرة كانت من أهم دوافع انهيار هذه الشركة.

ووكالات التقييم بما فعلته ليست بعيدة عن اللوم في حدوث فضائح مالية للعديد من الشركات التي أتاحت لها الحصول على معلومات خاصة لم يحصل عليها الراصدون الآخرون، على الرغم من أهمية دور الراصدين الخارجيين، والذي من بينهم وكالات التقييم التي يجب أن تكون في الوضع الأفضل لاكتشاف غش الشركات وتحذير المستثمرين.

تقييمات سلامة السندات بمعرفة وكالات التقييم:

وكالة التقييم / درجة التقييم	وكالة مودي	وكالة ستاندرد بور	عائد السنة (%)
– أفضل جودة	Aaa	A A A	6.4
– جودة عالية	Aa	A A	6.9
– درجة أعلى من المتوسط	A	A	7.1
– درجة متوسط	Baa	B B B	7.8
– درجة عدم الاستثمار	Ba	B B	9.9
– مضاربة عالية	B	B	10.5
– تقصير أو قريباً منه	CCC to D	Caa to C	90 – 20

دروس مستفادة:

حالات من الواقع لتقييم ائتمان شركة إنرون : Enron's Credit Rating

بلغ سعر السهم لإنرون في أغسطس سنة 2000 (90) دولاراً وفي أبريل سنة 2001 هبط إلى (60) دولاراً، وفي أواخر الصيف استمر السهم في الهبوط حتى وصل لأقل من (40) دولاراً ثم استمر في الهبوط إلى أن وصل في نوفمبر سنة 2001 قبل إعلان إفلاس Enron إلى (5) دولارات وكان هذا الهبوط الحاد يمثل إنذاراً بأن شيئاً سوف يحدث لهذه الشركة، ووكالات التقييم كان من الممكن أن يكون دورها أكبر من مجرد المشاهدة خاصة وأن بنوك الاستثمار رفعت رأسمال Enron بالنسبة للكيانات التابعة لها رغم أن إنرون كانت تستخدم القروض في التلاعب بأرباحها، وربما أن أهم دوافع هذه البنوك هو حماية شركة إنرون من الدخول في الإفلاس، خاصة عندما علمت بأن وكالات التقييم قد نزلت بقيمة enron لدرجة "عدم الاستثمار".

ومن الواضح أن وكالات التقييم قد تأخرت في إظهار تدهور Enron عندما أعطتها درجة "الاستثمار" في البداية ثم نزلت بهذه الدرجة إلى أدنى مستويات الاستثمار، وهذا ما يفسر ضرورة توخي الدقة عندما يسند لوكالة تقييم معينة مهمة القيام بتقييم حالة الأوراق المالية لشركة معينة دعماً لدورها المهم في رصد الشركات ودعم حوكمتها.

ظاهرياً نجد أن وكالات الائتمان تؤجل درجة انخفاض استثمار إنرون فهي تعمل أولا على تخصيص استثماراتها، وذلك لأن الشركات تحاول الاعتماد على إصدار مديونيات جديدة وبنوك الاستثمار تساعدها على ذلك - والبنوك ووكالات الائتمان تعمل معاً من أجل ذلك - العاملون في البنوك يستخدمون هذه العلاقة لإقناع وكالات الائتمان لمنحهم بعض الوقت لإنقاذ إنرون. وفي نوفمبر 2001 أصبحت القوة النقدية لإنرون تعادل 1.5 بليون دولار، مع العلم بأن وكالات الائتمان تعلم جيداً أنه إذا لم يكن المقياس السابق واقعياً، فإن إنرون سوف تمر بأزمة واضطرابات مالية كبيرة، مما يؤثر تأثيراً ذا مخاطر كبيرة على حامل السندات، مما يجعل حامل السندات في مغامرة كبيرة، مما جعل سعر السهم يقع إلى أدنى مستوى ممكن، ويصل إلى 5 دولارات لكل سهم، وبالتالي جعل وكالات الائتمان في مأزق وموقف صعب.

في 26 نوفمبر من نفس السنة، اندمجت إنرون مع رينجي وكان هذا بمثابة موت خفيف لإنرون بعد أن اكتشفت أمرها أمام المساهمين، وأصبح لزاماً عليها أن تصنف أو تختار وكالات الائتمان التي تتعامل معها وبعد أن قامت بذلك ارتفع سعر السهم ليصل إلى 61 دولاراً لكل حامل سهم، وفي ديسمبر 2001 وقعت إنرون في مأزق بنكية (إفلاس) وانتظر حامل الأسهم بعض السياسات الجديدة لإعادتهم إلى أوضاعهم الطبيعية.

مظاهر دولية: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

نظام بنك اليابان كراصد لحوكمة الشركة: Japan's Main Bank System

في معظم الدول يعتبر دين البنك هـو الـشكل الأولـى للإقـراض، والمصدر الأولى للتمويل الجديد. واليابان حالة مهمة (وألمانيا مماثلة لحالـة اليابان في جوانب كثيرة). ومعظم الأسواق المنظورة تعتمد على دين البنك، بسبب غياب سوق الدين العام، وبفعل أن اليابان سوق متطورة، فإن منشآتها تعتمد في التمويل على دين البنك. والمنشآت في اليابان تفضل إقامة علاقات طويلة الأجل مع البنوك، وعادة كل منشأة لها بنك رئيسي، وهـذه البنـوك الرئيسية عادة ما تملك حصص ملكية، وتضع أفرادها في مناصـب إداريـة مهمة (بما في ذلك مجلس الإدارة) بالشركات المقترضة.

وخلال الثمانينيات، فإن نظام البنك الرئيسي الياباني يـسعى لتـدعيم حوكمة الشركة، وخفض حدة التعارض بين الدائنين وكبـار حملـة الأوراق المالية، نظراً لارتباطهم بكيان واحد، وهو البنك الرئيسي، ونظراً لاعتبـار البنك ذا مصالح مزدوجة مع الدائنين، ومالك حصص الملكية، فقد أصـبحوا جميعاً راصدين أساسيين للمنشأة اليابانية .

ونتيجة لهذا، لم تكن المنشآت اليابانية في حاجة إلى الاحتفاظ بالنقدية كاحتياطي، لأنها كانت قادرة في الحصول سريعاً على نقديـة مـن البنـك الرئيسي وقتما تحتاج، بالإضافة إلى أن هذه المنشآت إذا مـرت بـصعوبات مالية يقوم البنك الرئيسي على مساعدتها قبل أن تصبح ذات مشكلة خطيرة، ولكل هذا تعتبر البنوك بهذا المعنى راصدة حقيقية للمنشآت.

حقوق الائتمان حول العالم كمدخل لحماية الدائنين :
Creditor Rights Around the World

يمكن حماية الدائنين اعتماداً على النظام القانوني، خاصة عندما تعمل قوانين الدولة على مساعدة الدائنين، وتعطيهم الحق في الحجز على ضمانات القرض عند إفلاس المنشأة، وبهذا يصبح هؤلاء الدائنون ذوي قوة في فرض تداعيات إعادة التنظيم على إدارة المنشـأة، **بحيث يكون الوضع التنظيمـي محـدداً طبقاً لما يلي:**

1- الإبقاء تلقائياً على قيم الأصول.
2- سداد حقوق الدائنين أولاً.
3- وضع قيود لإتمام إعادة التنظيم.
4- ضرورة تغير الإدارة في إعادة التنظيم.

وتمثل الأبعاد الأربعة السابقة المؤشر الموضوعي لحقوق الدائنين والذي من خلاله يتم تقييم وضع الشركة، في معاملة الدائنين كقوة أساسية راصدة للشركة بضمان النظام القانوني.

وفيما يلي درجات تقييم الدائنين حول العالم :

الدولة	الدائنون	الدولة	الدائنون
استراليا	1	الأرجنتين	1
كندا	1	بلجيكا	2
هونج كونج	4	البرازيل	1
الهند	4	شيلي	2
أيرلندا	1	كولومبيا	صفر
إسرائيل	4	إكوادور	4
كينيا	4	مصر	4
ماليزيا	4	فرنسا	صفر
نيوزيلاندا	3	اليونان	1
باكستان	4	إندونيسيا	4
سنغافورة	4	إيطاليا	2
جنوب أفريقيا	4	المكسيك	صفر
سرى لانكا	3	هولندا	2
تايلاند	3	بيرو	صفر
المملكة المتحدة	3	الفلبين	صفر
الولايات المتحدة	4	البرتغال	1
زيمبابوي	1	إسبانيا	2
المجر	2	تركيا	2
النمسا	3	أوروجواي	2
ألمانيا	3	الهند	2
اليابان	2	الدانمارك	3
كوريا الجنوبية	3	فنلندا	1
سويسرا	1	النرويج	2
تايوان	1	السويد	2

SUMMARY ملخص

عند دعم شركة لرأسمالها من خلال الاقتراض، فهناك آلية لدعم حكومتها، خاصة أن دفع الفائدة والأصل يعطي نظاماً للمديرين التنفيذيين لإدارة التدفق النقدي للمنشأة إما بحرص أو بإحباط، وبذلك تصبح المؤسسات والمستثمرون الذين يقرضون المنشأة راصدين للمنشأة، ويقوم كبار الدائنين في هذا الصدد مثل: البنوك، وشركات التأمين، والصناديق المشتركة، وصناديق المعاشات بفرض علاقات وثيقة مع المنشآت، وبذلك يمكنهم إجراء الرصد الفعال للشركة، كما أن المستثمرين الأفراد يميلون إلى الاعتماد على توصيات وكالات تقييم الائتمان الذي تصدره الشركات، مما يجعل هذه الوكالات هي الأخرى راصدة لهذه الشركات.

وغرض وكالة الائتمان هو رصد مصدري الدين لحماية المستثمرين، ومع هذا، فإن هيكل الصناعة قد يفرض حدوث تفاعل بين هذه الوكالات والمستثمرين الذين يحمونهم، ورغم ذلك يقوم مصدر الدين بدفع أتعاب باهظة لوكالات الائتمان لإعطائها تقييماً مرتفعاً خادعاً رغم حصولها على المعلومات الكافية عن الاستثمار المرغوب تقييمه، وبذلك فإن معظم أعمالهم تعتمد على التفاعلات مع مشاركي الشركات وليس مع المستثمرين.

وقد رخصت في هذا الصدد جمعية NRSRO عدداً من وكالات التقييم التي يجب أن تقوم بتحديد وبشكل واقعي مستوى المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون مقابل إصدارات السندات.

وتجنباً للحوافز المضلة التي تدفعها الشركات المصدرة للسندات وبنوك الاستثمار المساندة لهذه الوكالات، فقد وضعت العديد من القواعد القانونية بمعرفة البورصات لخفض أو إنهاء أخطاء وكالات التقييم الائتماني، ومن ثم، تشديد الواجبات الرقابية عليها حماية للمستثمرين وللشركات ولهذه الوكالات.

وأيضاً لتلك البنوك: أطراف راصدة للحوكمة، وداعمة لحقيقة الجدارة الائتمانية.

الفصل السابع

المساهمون والعائد على الأموال المستثمرة

Shareholders and Shareholder Activism

عندما تتعسر الشركات وتعلن إفلاسها، فإن المستثمرين هم الضحايا الأبرياء نتيجة هذا التعسر. والمستثمرون يمكن وضعهم في مجموعتين:

الأولى : المستثمرون الأفراد مثلي ومثلك.

الثانية : مستثمرو مؤسسات مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين، والصناديق المشتركة. وكثير من هؤلاء يستثمرون حالياً نيابة عن كثير من المستثمرين الأفراد. والمساهمون سواء الأفراد أو المؤسسات يفقدون أموالهم عندما تعلن الشركة إفلاسها، ونتيجة لذلك، فإن المستثمرين قد عبروا عن رغبتهم في حماية أكثر، ورصد أكثر لمنشآتهم. هذه الرغبة الفعلية لمزيد من الحماية، جعلت كل واحد بدءاً من البورصات إلى لجنة (SEC) يحاول أن يجد طريقة لحماية المستثمرين. ومع هذا فالسؤال هنا: لماذا لا يهتم المساهمون بأنفسهم؟ لماذا لا يجدون وسائل أكثر أمناً لحماية أوراقهم المالية؟

نحن نجد في الحياة العامة أن كل من يملك منزلاً يتخذ من الاحتياطات ما يحرسه ضد السرقة. وهناك عدة طرق لحماية المنزل ولو بعمل نظام أمني بمجرد قفل الأبواب ليلاً، فضلاً عن الاعتماد على رجال الشرطة المحلية لحماية منازلهم. كما أن المستثمرين يعتمدون على اللجنة (SEC) لحماية استثماراتهم، وإن كانت الشرطة لا تضمن حماية كل المنازل، وهذا صحيح مع الأوراق المالية لحملة الأسهم.

هناك أسباب واضحة لعدم قدرة المستثمرين على حماية ممتلكاتهم. فكثير من المساهمين الأفراد لا يملكون أوراقاً مالية كافية في شركة واحدة، حتى يمكنهم التأثير على الإدارة، كما أن معظم المساهمين لا يعتقدون في جدوى بذل جهد وإضاعة وقت لعمل أي شيء لزيادة معدل مكاسبهم (مثل: زيادة أسعار الأوراق المالية)، ولا يجدون لهم حيلة سوى بيع أسهمهم غير الرابحة.

والمساهمون الذين يملكون الأوراق المالية عليهم بعض القيود حول ما يمكنهم حيازته من أوراق مالية. وممارستهم لبعض حقوق ملكيتهم قد تكون لها بعض القيود. ووفقاً للمسح الذي أجري على ماليات المستهلك، كان الاتجاه أن يمتلك الأفراد الأوراق المالية من خلال صندوق بدلاً من الامتلاك مباشرة – وفي سنة 2001 مثلاً – كان 69.9% من الأسر في (US) يستثمرون من خلال (الصناديق المشتركة) (Mmutual Funds)، أو صناديق المعاشات مقارناً بـ (21.3%) من المالكين لأسهمهم مباشرة. وهذه زيادة عن سنة 1989 عندما كان 44.3% من العائلات المالكة مع الصناديق، بينما 16.9% ملكية مباشرة.

لذلك فإن نشطاء المساهمين يمكن أن يلعبوا دوراً مهماً في رصد الإدارة. وسوف يتم في هذا الفصل رصد وتوضيح نشاط المستثمر بمختلف أشكاله، والطرق التي يمكن بها للمساهمين الأفراد أن يكون لهم بعض التأثير على المنشآت التي يملكون بها أوراقاً مالية، وكذلك وصف المشكلات والقيود التي يتعرضون لها.

ما هو نشاط المساهم ؟ WHAT IS SHAREHOLDER ACTIVISM?

لا يوجد تعريف محدد للمساهم، ولكن يمكن القول إن المساهم هو الذي يملك حصة في استثمارات المنشأة، وإذا استطاع أن يعبر المساهم عن رأيه في محاولة للتأثير على المنشأة، فهو يعتبر مساهماً نشطاً. والمساهمون الذين

يصوتون ويقدمون مقترحات للتصويت عليها، أو يحضرون اجتماعات المساهمين، يمكن اعتبارهم نشطين، حتى المساهم الذي يقوم بتوجيه كتاب (خطاب) للإدارة بشأن أحد جوانب عمليات المنشأة، والسياسات الاجتماعية، يمكن اعتباره مستثمراً نشطاً.

ونناقش هنا النشاط بالنسبة لثلاثة أنواع من المساهمين:

- المساهم الفرد.
- المساهم الكبير (المالك لنسبة كبيرة من الأسهم).
- المساهم المؤسسة.

وإن كان المساهم الفرد، أو المساهم المؤسسة، يمكن أن يكون مساهماً كبيراً.

نشاط المساهم الفرد: Activism by Individual Shareholders

المساهم الفرد: هو الذي يساهم بعدد متواضع من الأسهم، وتكون له القدرة على حضور اجتماعات المساهمين. ويعتبر (وليام جيلبرت) أول مساهم فرد نشط، وذلك حيث كان مالكاً لعدة أسهم في شركة غاز نيويورك، وكان يحضر اجتماعاتها السنوية، ولما وجد أنه في الاجتماع ليس له فرصة توجيه أسئلة، قام مع أخيه بالعمل على تقديم مقترحات شأنها الإصلاح. ومنذ ذلك التاريخ، قامت لجنة SEC بوضع قواعد جديدة تتيح للمساهمين تقديم مقترحات يمكن أن تعرض للتصويت.

واليوم، يعتبر أي مالك لأكثر من (2000) دولار أو 1% من نسبة الأوراق المالية لمنشأة – على أساس مستمر على الأقل لسنة واحدة – له الحق أن يقدم اقتراحاً لينظر ويصوت عليه في اجتماعات المساهمين.

وحوالي ألف مساهم يقدمون مقترحاتهم كل سنة. وفي المثال التالي، يتبين أن دعوة شركة (Goodrich) لمقترحات المساهمين للنظر فيها والتصويت عليها في اجتماع المساهمين.

دروس مستفادة:

دعوة لتقديم المساهمين مقترحاتهم بشركة
GOODRICH'S CALL FOR SHAREHOLDER PROPOSALS

مقترحات المساهم للاجتماع السنوي سنة 2006.

وفقاً لقواعد لجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC): إذا أراد المساهم منا إدخال مقترح له في جدول أعمال الاجتماع السنوي لسنة 2006، يجب أن نتلقى المقترح بمكتب السكرتير في 7 نوفمبر سنة 2005. ونقترح أن ترسل هذه المقترحات بالبريد المسجل مع علم الوصول.

وبمقتضى لوائحنا، فاقتراح الأعمال المناسب الذي يقدم في اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين السنوية من أي مساهم كان مسجلاً وقت إعطاء الإشعار بالاجتماع الذي يحق له التصويت في هذا الاجتماع متفقاً مع إجراءات الأشعار الواردة في اللوائح.

وحتى يمكن العرض على الجمعية العمومية السنوية للمساهمين، لابد أن يعطى المساهم كتابة إلى السكرتير قبل وقت كاف ليس أكثر من 90 - 120 يوماً قبل موعد اجتماع الجمعية العمومية. وبالنسبة لسنة 2005، فهذا الإشعار لابد من تسليمه من 27 ديسمبر سنة 2004 حتى 26 يناير سنة 2005. وبالنسبة لسنة 2006 من 9 ديسمبر سنة 2005 وحتي 8 يناير سنة 2006 بحيث يكون شاملاً الآتي:

- الموضوع المقترح، وأسباب الحاجة إليه، وذلك بوصف مختصر.
- اسم وعنوان المساهم وأي مساهمين آخرين يعتقد أنهم يؤيدون هذا الاقتراح.
- عدد الأسهم من كل فئة يملكها المساهمون في الشركة.
- أي مصلحة مادية لهؤلاء المساهمين في هذا الاقتراح.

متطلبات هذه الملاحظة تنطبق على الأمور التي تعرض على الجمعية العمومية للتصويت. ويمكن للمساهمين بل ويشجعون على توجيه الأسئلة المناسبة في الاجتماع بدون التزام بالأحكام الخاصة بهذا الإشعار.

واليوم، معظم مقترحات المساهمين ذات توجيه نحو الحوكمة، في محاولة لإقامة توازن بين آراء المساهمين والأعمال الإدارية. فمثلاً قد تتناول المقترحات مسائل متعلقة بتعديلات ضد البيع، أو قوائم تصويت المساهمين، أو تكوين مجلس الإدارة. وبتمرير هذه المقترحات أو مجرد عرضها لانتباه المديرين، يمكن اعتبارها ذات تأثير إيجابي على المنشأة.

خبرات مزيفة لادعاءات حملة الأسهم في الشركات

FICTITOUS EXERPT OF NOTICE OF PRETEND COMPANY SHAREHOLDER MEETING

بند 4:

مستر جون سميث (1234 الشارع الرئيسي – الجراج الجنوبي) يمتلك تقريبا 101 سهم، أعطى ملاحظة مفادها أنه يعتزم عقد اجتماع تاريخي يطرح فيه الحلول الآتية:

- لكي يكون لدى المديرين العزم والتصميم على الحلول، لزاماً عليهم تجنب الإصدارات طويلة الأجل، وإعطاء الحق لاسترداد العائد في أي وقت.

السبب:

تظهر الشركات إصداراتها بوسائل ملتوية، وذلك لإعطاء الفرصة للمساهمين، وهذا يسبب ضرراً بالغاً لهم، والسلطة التنفيذية تعوض المتضررين من ذلك بأسهم فعلية ربما تكون الأفضل من عطاءات الإدارة، وإذا وافق حملة الأسهم على ذلك عليهم التصويت برأيهم.

- الجوانب الإدارية توصي بالتصويت ضد الاقتراح السابق للأسباب الآتية:

1- تزعم الشركات أن لديها حق الامتياز للإصدارات لسنوات عديدة، ويعتبر ذلك حافزاً أو مشجعاً للتعويض.

2- الإدارة تعتبر حق الامتياز المذكور بمثابة مصدر يتولد عنه – على المدى الطويل – ارتفاع سعر السهم.

3- إن السلطة التنفيذية تتخلص من المنشآت التي لديها القدرة على تحقيق عائد أعلى للسهم في المستقبل.

- الجوانب الإدارية توصي بالتصويت ضد الاقتراحات التي جاءت في البند 4، وتقديم التماسات عندما يقوم حملة الأسهم بتقديم اقتراحاتهم، المتعارضة مع رغبات الإدارة، ويمكن القول إنه عندما يكون بعض حاملي الأسهم نشطاء يقومون بتقديم اقتراحاتهم ولكننا نجد أن معظم حاملي الأسهم غير نشطاء وغير فعالين، ولا يقومون بتقديم مقترحاتهم وهذا الكسل من حاملي الأسهم، يتعارض مع التصويت السابق ذكره، لذلك عندما يكون لدينا نظام معين يسمح للأفراد بنشاط فردي لحملة الأسهم، فإن اقتراحاتهم يكون لها تأثير على الإدارة، وخاصة إذا كانت هذه المقترحات تتعارض مع رغبات الإدارة.

ويعد Greenwood مساهم نشط معروف لإدارة (جنرال ميلز) الأمريكية، وقد قدم اقتراحاً بضرورة ظهور Wheaties في الخطوط الجوية والفنادق.

وفي الواقع العملي، معظم مقترحات المساهمين التي يقدمها المستثمرون الأفراد، لا تمر، خاصة تلك التي تذهب عكس رغبات المديرين،

وتلك التي تتضمن مقعد مجلس الإدارة. وأحد الأسباب أنه من الصعب والمكلف أن مساهماً فرداً يمكن أن يتصل بكل المساهمين الآخرين. بينما من السهل للإدارة أن تعبر عن آرائها وتوصياتها بالنسبة للمقترحات المقدمة.

نشاط المستثمرين الأفراد: INDIVIDUAL INVESTORS ID ACTION

خلال سنة 2000 هبط سعر سهم شركة (Computer Associates) (CA) من (70) دولارًا في يناير إلى حوالي (30) دولارًا في سبتمبر. وفي السنة التالية تبنى (سام ويلي) اقتراحاً بفصل (4) من مجلس إدارة الشركة. وبعد حملة عالية مكلفة خسر اقتراح (سام ويلي) أولاً لأنه طلب فصل المنشئ المشارك ورئيس مجلس الإدارة (شارلز رانج). وهذا لا يعني أن المقترحات وإن فشلت ليست مثمرة أو أن المساهمين يجب أن يستسلموا. لقد صرف (روبرت A.G. مونكس) (250.000) دولار ليدخل عضواً بمجلس إدارة (Sears) في سنة 1991 وكانت نتيجة جهده خسارة، ولكن أخيراً تسبب النشر في عمل تغيرات كثيفة.

والمقترحات أحياناً تكسب أغلبية مؤيدة – (جون سيفيدين) تبنى اقتراحاً في سنة 2001 لتغيير طريقة مجلس الإدارة بالنسبة لانتخاب أعضائه في شركة (Airborne Freight) وكسب تأييد 71% من أصوات المساهمين.

وخلال نفس النسبة كسب Guy Adams مقعداً في مجلس الإدارة. وكما أنه يمتلك (1.100) سهم في مطعم - La Nester أو 0.005% من الشركة، كان غاضباً، لأن أوراقه المالية هبطت قيمتها بسرعة، بينما ارتفعت أسهم دخل الـ CEO. وقد عمل حينئذ (Adams) على كسب مقعد في مجلس الإدارة. ورغم أنه لم يعمل من قبل في مجلس إدارة وليس له خبرة في المطاعم – ولكنه الآن فاز – فماذا يخطط أن يفعل بسلطته الجديدة؟ يقول إنه سيكون مراقباً وراصدًا لغيره من المستثمرين في المطعم حفاظاً على حقوقهم.

الرصد بواسطة كبار المساهمين: Monitoring by Large Shareholders

هل هو جيد أن يكون للمنشأة كبار من المساهمين؟ يبدو غريباً أن يكون الرد "نعم" بالنسبة للمساهمين، وقد لا يكون ذلك بالنسبة للمديرين. **فمثلاً:** كان (كير كوريان) المساهم الأكبر في شركة (كريزلر) لسنين طويلة، ولذلك كانت له معارك مع رئيس مجلس الإدارة السابق (روبرت إيتون) على كيفية إدارة الشركة . وكان إيتون يشعر بضرورة إنصاته لما يقول (كيركوريان) إذ قد يكون له تأثير فيما يتقاضاه وحتى في أمن وظيفته. فمثلاً

في سنة 1996 كان (كيركوريان) قادراً على إجبار الشركة أن تدفع لمساهميها نقداً في شكل إعادة شراء الأسهم أو توزيع أرباح. واستفادت أقلية المساهمين مع الشركة من وجود زميل لهم نشط ومؤثر، ولكن نلاحظ أن (كيركوريان) نشط ومؤثر لأنه مساهم كبير، ويمتلك حصة عالية من الأوراق المالية.

بعض المديرين يمكن أن يكونوا أحد المساهمين الكبار في شركتهم. فمثلاً (بيل جيتس) يملك أكثر من (10%) في (ميكروسوفت) مما يوضح لماذا يبدو ماله من مصلحة قوية في نموها ونجاحها المالي. ومساهمو الأقلية في (ميكروسوفت) ينتفعون مباشرة من وضع (جيتس) لتعزيز قيمة أسهم الشركة. ونلاحظ أن الفرق الأساسي بين (جيتس) والمالك الكبير (كيركوريان) هو أن (الأول) مالك كبير في نفس الوقت. لذلك ففي حالة ميكروسوفت، نجد الشخص المرتبطة ثروته بالمنشأة مسئولاً مباشرًا عن إدارة المنشأة. هذا الازدواج يقلل من تعارض المصلحة بين الملاك والمديرين. نلاحظ كذلك تأثير (جيتس) باعتباره من مديري القمة على زملائه المديرين. وفي حالة (كيركوريان) فوجود مساهم خارجي كبير يبدو أنه يثير التعارض في المصلحة بين الإدارة والملاك. ومع هذا، ففي كلتا الحالتين، فإن المساهمين الأقلية يستفيدون من نشاط هذين النوعين من المساهمين.

وفي المؤلفات الأكاديمية، نجد أن كبار المساهمين (كل من المديرين الملاك والملاك فقط) راصدون نشطون للمنشأة، طالما لديهم حافز وسلطة ليكونوا راصدين فعالين. لو أن منشأتين متماثلتين في كل شيء، ولكن واحدة منهما بها واحد أو اثنان من المساهمين الكبار المالكين لـ (10%) من المنشأة لكل منهما، والأخرى مساهموها منتشرون، ليس بينهم مساهم واحد يملك (10%) إذن أيهما يكون مرصوداً جيداً من جانب مساهميها؟ ربما المنشأة الأولى ذات المساهمين الكبار. حيث يبدو أن المنشأة الثانية تشبه معظم الشركات العامة لسببين: بعض المنشآت العامة يمكن أن تكون كبيرة لدرجة امتلاكها ثروة كبيرة. كذلك معظم المستثمرين قد لا يرغبون في إضعاف

منفعة محفظتها المتنوعة بالاستثمار كثيراً في منشأة واحدة. بينما المساهمون الكبار راصدون مفيدون، إلا أنه قد لا نجد العدد الكافي الذي يملك رأس المال أو الرغبة في أن يكون من المساهمين الكبار.

ويمكن توضيح دور أصحاب المصالح المؤسسية عبر العالم في رصد سلوك إدارة الشركات، كما هو ظاهر في الشكلين التاليين.

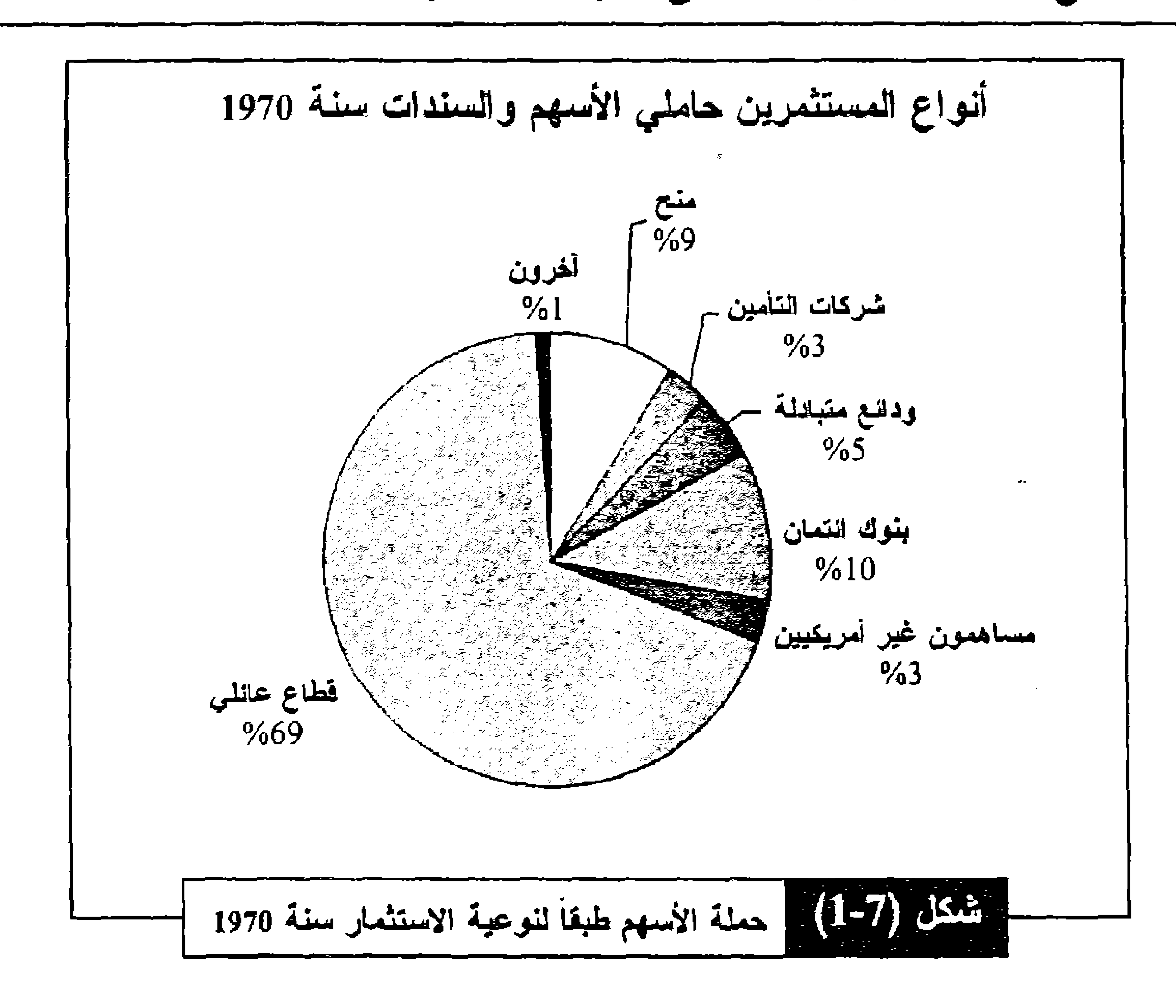
صورة عامة للمساهمين المؤسسات:

Institutional Shareholders: An Overview

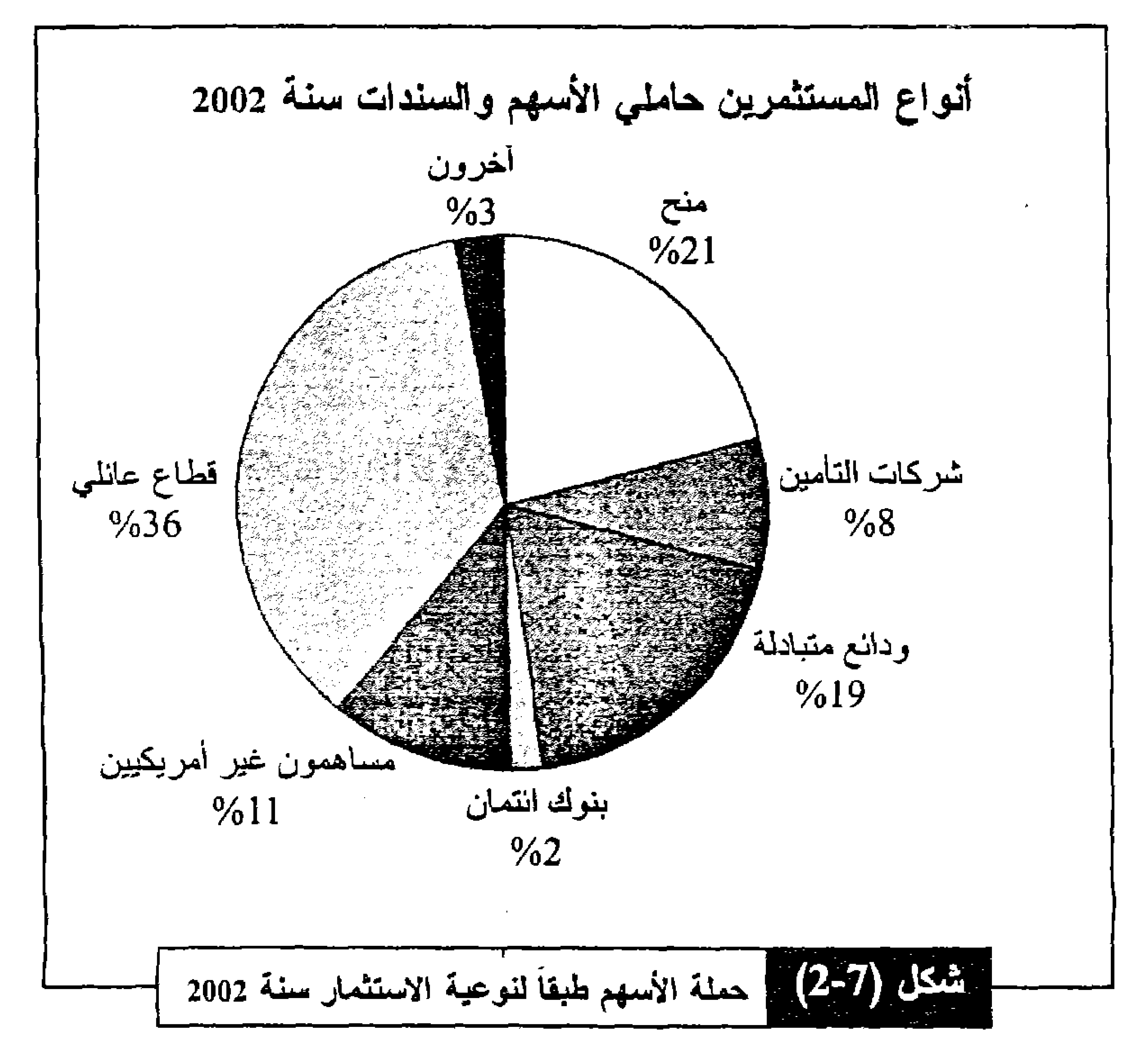
هذه المؤسسات لها قدرة على ممارسة التأثير الفعال . ففي إحدى الدراسات، وجد أن مقترحات هذه المؤسسات تجد نجاحاً أكبر من تلك المقدمة من أفراد. ولحسن الحظ، فإن المساهمين المؤسسات، وخاصة صناديق المعاشات العامة، صارت أكثر نشاطاً في إشرافها على الشركات. ويعد أحد الأسباب لنشاطها المتزايد هو ملكيتها المتزايدة. أي أنها تكون من كبار المساهمين. وتبين النسب التالية النسبة المئوية للممتلكات في الشركات في (US) من مختلف المساهمين عن السنوات من 1970 حتى 2002.

المساهمون	1970	2002
العائلات والمنظمات	%69	%36
المستثمرون من غير US	%3	%11
البنوك	%10	%2
الصناديق المشتركة	%5	%19
شركات التأمين	%3	%8
المعاشات	%9	%21
أخرى	%1	%3

وبناء على هذه النسب، يتبين لنا أن المؤسسات تملك الآن نسبة مئوية أكبر من الأسهم بالمقارنة بالماضي، والزيادات أكبر من صناديق المعاشات والصناديق المشتركة، حيث لهذه المؤسسات حافز اقتصادي لتكون أكثر نشاطاً. ويمكن توضيح ذلك في الشكلين (7-1)، (7-2).



شكل (7-1) حملة الأسهم طبقاً لنوعية الاستثمار سنة 1970



شكل (7-2) حملة الأسهم طبقاً لنوعية الاستثمار سنة 2002

كذلك نلاحظ أن كلاً من صناديق المعاشات، والصناديق المشتركة، تدير المال الآن لصالح كثيرين من صغار المستثمرين. وبمقتضى قانون تأمين دخل التقاعد (ERISA) فإن لهذه الصناديق مسئولية كبيرة عن مشاركيها ومستفيديها. وبهذا فالمستثمر الفرد له حق في دفع المؤسسات لتكون أكثر نشاطاً. وصناديق المعاشات بصفة خاصة في وضع لتكون من المساهمين النشطين.

لذلك فإن صناديق المعاشات العامة غالباً ما تكون قائدة للطريق بالنسبة للمساهمين المؤسسات.

ومنذ أوائل التسعينيات قامت قليل من صناديق المعاشات العامة بدور علاقات المستثمر مع ذوي النظرة طويلة الأجل، حيث حاولت الاتصال المباشر مع الإدارة والمساهمين الآخرين بتحديد الأداء الضعيف للشركة ودفعها للإصلاح. **ومثال ذلك:** صندوق المعاشات العام في كاليفورنيا الذي له (190) بليون دولار في الأصول ويخدم (1.4) مليون عضو. كذلك خلال يوليو سنة 2002 فإن رؤساء مجلس إدارة (1754) منشأة (US) تلقوا خطاباً من صندوق تقاعد المدرسين – أكبر صندوق معاشات في الدولة – طالبين العمل على حساب خيارات أوراق مالية كمصروف. ونشطاء هذا الصندوق دائماً يرصدون المنشآت، ويقدمون توصيات عديدة للإصلاح.

وللمساعدة في زيادة تأثيرها، فإن كثيراً من صناديق المعاشات تنتمي لتحالف يُسمى (مجلس المستثمرين المؤسسات) (CII) هدفه الرئيسي هو مساعدة الأعضاء في اتخاذ دور نشط في حماية أصولهم. وباعتبار أن هذه الصناديق تراقب أكثر من (3) تريليونات دولار من الأصول. فهم فضلاً لهم حافز للعمل معاً لإحداث هذا التأثير.

تقييم أداء نشاط المساهم المؤسسي:

DOES INSTITUTIONAL SHAREHOLDER ACTIVISM WORK?

من الصعب تحديد النتائج الإيجابية التي يحققها المساهمون النشطاء، لأن أغلب المنشآت في الواقع ذات الأداء غير الجيد، لا يمكن ربطها مباشرة

بالنشطاء المتزايدين. وفي دراسة قام بها صندوق معاشات كاليفورنيا تحليلاً على (42) منشأة، وجد أن العائدات من الأوراق المالية قد زادت بنسبة أكبر من 52.5 نتيجة التوجه نحو الإصلاح.

الصعوبات الممكنة في طريق نشطاء المساهمين:

POTENTIAL ROADBLOCKS TO EFFECTIVE SHAREHOLDER ACTIVISM

تحاول صناديق المعاشات والصناديق المشتركة، تخصيص عائد مرتفع لاستثماراتها. وبعض المستثمرين النشطاء لهم نظرة قصيرة الأجل لأسواق الأوراق المالية، ويتخذون قرارات تجارتهم واستثماراتهم على أساس اتجاهات قصيرة الأجل. هذه النظرة قصيرة الأجل تحد من الرغبة في أن يكونوا نشطاء.

والمستثمرون المؤسسات مهتمون بالأداء الجيد للأجل القصير كذلك، وهم يبيعون بعض أوراقهم المالية للانتقال إلى شيء آخر. وقد طالب (جون بوجل) مديري هذه الصناديق بأن ترتبط بنشاط أكثر بدلاً من الاكتفاء بدور المشاهد. ويقول إنه خلال سنة 2001 قام (4) من (10) من هذه الصناديق بتحويل محفظتها بمعدل سنوي أكثر من 100%.

فماذا عن صناديق المعاشات الخاصة؟ هل هذه المجموعات نشطة؟

يمكن القول إن صناديق المعاشات الخاصة تملك تقريباً 50% من الأصول أكثر من الصناديق العامة، وهذه النسبة تعطيها قوة رصد قوية لتمارس تأثيرها لحماية المساهمين، ولكن هذه الصناديق الخاصة تواجه مشكلة تعارض المصالح، فمديرو الشركات يتم تعيينهم لإدارة أصول الصناديق، فإذا اتخذوا موقفاً نشطاً مع مديري المنشآت، فلن يبقوا عليهم في إدارة الأصول. والمديرون ربما لا يريدون عددًا كبيرًا من المساهمين، لأنهم يتدخلون في نشاطهم ، ومن ثم لا يتم تعيين من كان له سابقة أنشطة.

وفي دراسة وجد أن هذه الصناديق التي تدير (401) ألف مخطط غالباً تصوت مع الإدارة. بمعنى أن الصناديق المشتركة "لن تعض اليد التي تقدم لها الطعام". والنظاميون والبيئة السياسية قد تكون عائقاً أمام المساهمين

المؤسسات من الانخراط في النشاط. وبمقتضى قانون شركات الاستثمار على الصناديق المشتركة التي تملك أكثر من (10%) من أي شركة أن تواجه لوائح إضافية وأعباء ضريبية إضافية. فنصيب أصول الصناديق المشتركة يجب أن يكون على الأقل في (20) منشأة، (بمعنى أن المنشأة لا يمكن أن تشكل أكبر من 5% من نصف محفظة الصندوق). هذه القيود على الملكية تنطبق علي صناديق المعاشات كذلك . وكما جاء على لسان (برنارد بلاك) أستاذ القانون بجامعة كولومبيا – والمدافع المشهور عن نشطاء المساهمين "أن صناديق المعاشات يشجعها القانون أن تتخذ تنوعاً نحو التطرفات الساخرة" .

والسؤال الذي يتبادر إلى الذهن: لماذا توجد هذه القيود؟ عموماً تخشى الأغلبية من وجود كيانات مفردة ذات قوة كبيرة. بمعنى أن الصناديق محدودة في قدرتها على أن تصير مساهماً رئيسياً في أي منشأة، وبذلك تكون مقيدة في قدرتها على أن تصير أكثر تأثيراً وأكثر رصداً للإدارة .

يقول (برنارد بلاك) وأستاذ قانون آخر (مارك جو) إن القيود القانونية تقف أمام المستثمرين الكبار الذين يرتبطون بالإشراف على الشركات. ويقولان إن البنية القانونية والنظامية تحد من قدرة المستثمرين المؤسسات من أن يصيروا فريق عمل واحد، ومن أن يصيروا ملاكاً مهمين. وفي نفس الوقت هؤلاء المستثمرون يواجهون أوراق عمل كثيرة من (SEC) إذا رغبوا في تجميع مصلحة مهمة في منشأة معينة، بينما يواجهون كذلك تعديلات ضريبية ضدهم في هذه العملية. وفي نفس الوقت، فإن قوانين قليلة هي التي تشجع فعلاً أو تسهل للمؤسسات أن تكون ملاكاً نشطاء.

المنظور الدولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

للمنشآت العامة في (US) أو (UK) مشاكل ملكية أكثر انتشاراً في العالم. فبالنسبة لمستثمر فرد، فإن التكلفة كبيرة لمجرد أن يمتلك فقط 1% من هذه المنشآت العامة، والمستثمرون المؤسسات قد يكون لديهم رأسمال كاف كي يكونوا ملاكاً مهمين، ولكنهم محاطون بالقيود النظامية التي تحد من قدرتهم على امتلاك جزء مهم وكبير في منشأة واحدة.

وفي دول أخرى كثيرة توجد مساحة تركيز أكبر للملكية، حيث لكبار المساهمين أكثر وجوداً، وهناك نوعان من هؤلاء المساهمين الكبار هما: ملاك العائلة، وملاك الولاية. هذان النوعان وخاصة نوع العائلة، يشاركان بنشاط في الإدارة. فمثلا: عائلة (لي كاتنغ) تملك الرقابة على بعض المنشآت الأكبر في هونج كونج. وعائلة (والنبرج) تملك وتسيطر على المنشآت الأكبر في السويد.

وجدير بالذكر أن البنية الأساسية الضعيفة لحوكمة الشركة أدت إلى سيادة الملكية العائلية ورقابتها. وبعض الدول قد لا تخول للمساهمين حقوقاً قوية. ومع حوكمة الشركة الضعيفة، فإن المستثمرين يجدون أن عليهم الاهتمام بأنفسهم، لذلك ركزوا ثروتهم، وحافظوا على مراقبتها. لذلك فإن اصطلاحات كثيرة للحوكمة لحماية حقوق مساهمي الأقلية يجب وضعها موضع التنفيذ قبل الملكية العائلية، مما تفرض رقابتها وتنوع ثروتها.

ملخص SUMMARY

يعتمد المساهمون على راصدين آخرين مثل SEC لحماية استثماراتهم، ولكن عليهم أيضاً أن يكونوا أكثر جدية لأنفسهم، فهي أموالهم ومدخرات حياتهم. وعندما يكون المساهمون راصدين نشطين للمنشآت التي لهم فيها أوراق مالية، فإن نشاطهم يشار إليه بأنه "نشاط المساهم". ومع هذا، فمن الصعب والنادر على المستثمرين الأفراد أن يكونوا نشطاء فعالين مؤثرين. والمستثمرون المؤسسات مثل صناديق المعاشات، مساهمون كبار، ويمكنهم رصد تصرفات الإدارة. لذلك يقال إن هؤلاء المستثمرين يجب أن يكونوا مساهمين نشطاء .

هناك بعض المستثمرين المؤسسات يحاولون الانخراط القوي في نشطاء المساهمين، ولكن عليهم بعض القيود، حول ما يمكنهم حيازته من أوراق مالية، وبالرغم من هذه القيود نجد أن بعض المستثمرين المؤسسات لهم القدرة على ممارسة التأثير الفعال والجاد للتغير نحو الإصلاح .

الفصل الثامن

إعادة التنظيم المؤسسي (مدخل الدمج والضم)

Corporate Takeovers: A Governance Mechanism?

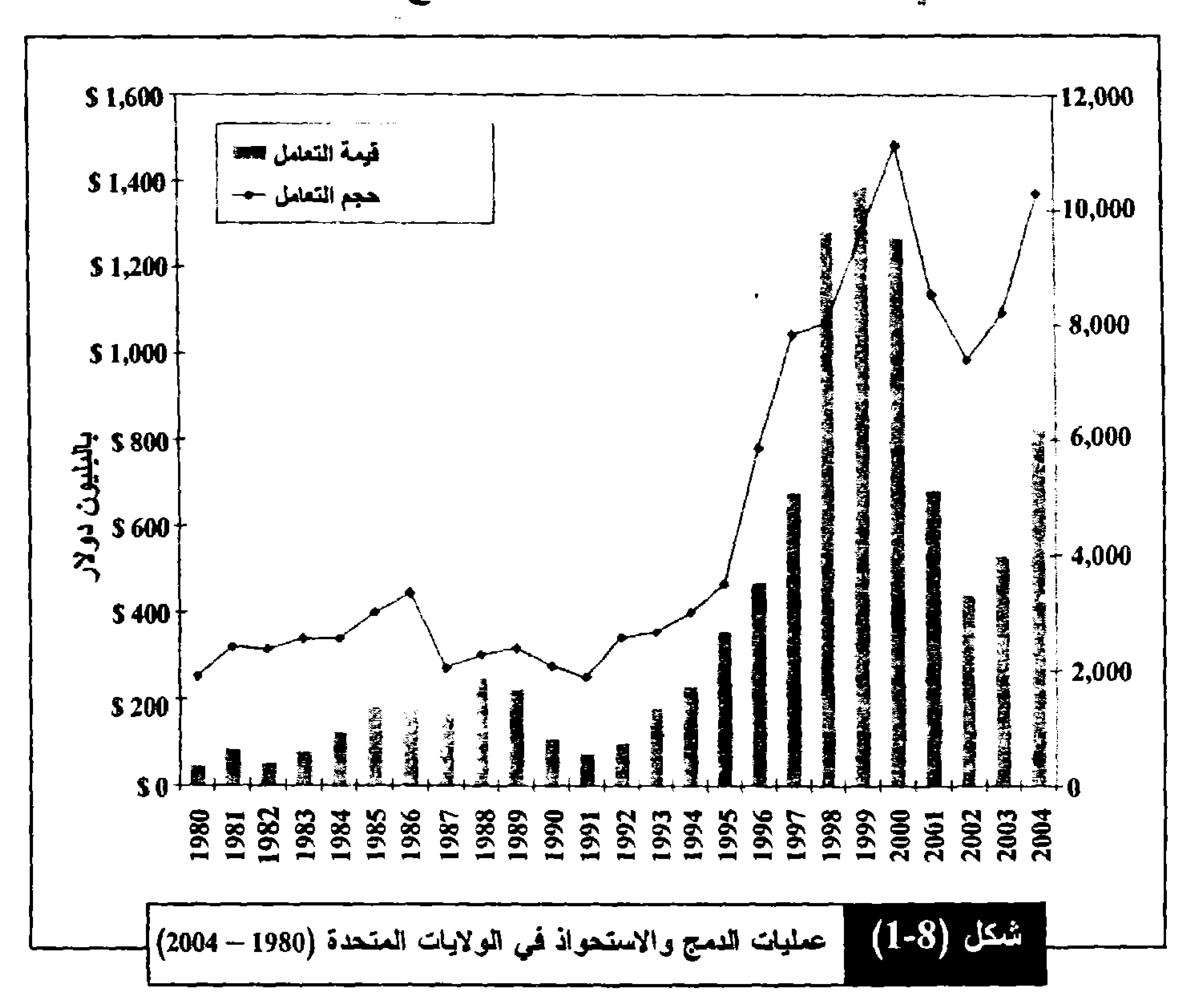
شهد العالم في السنوات الأخيرة، عمليــات كبيــرة تتعلــق بانــدماج الشركات، وهذه العملية شائعة في الشركات الأمريكية مقارنــة بالــشركات الأخرى في العالم. وإن كانت عمليتا الدمج والضم (M وA) شائعة نسبياً في شركات أمريكا مقارنة بما في العالم. في السنوات الأخيرة، حدثت فــي US حالات M&A كثيرة فضمت مثلاً:

America online في 2001 (Time Warner)، واشترت Pfizer في ســنة 2000 Warner lambert، واندمج Mobil مع Exxon فــي ســنة 1999. كمــا اندمجت اتصالات SBC مع Ameritech سنة 1999. وقد نشأ عن هذا الــدمج وجود منشآت ضخمة جداً. وخلال التسعينيات 1990 وسنة 2000 كانت موجة الدمج في UK، كذلك كان بعضها عبر الحدود مثل فودافون (UK) بضمها لــ Airtouch (US)، وبعد أقل من سنة اشترت (فودافون إيرتتش) Mannesmann (بألمانيا).

وقد وصلت قيمة صفقات الاندماج في US عن كل من السنوات 1980 حتى 2004 مئات المليارات من الدولارات، وارتفع عدد الاســتحواذات فــي منتصف الثمانينيات 1980، وكثرة وجود الديون لتمويــل الاســتيلاء علــى شركات أخرى.

وبالرغم من هذا، هناك سمات كثيرة لعملية الاندماج تتمثل في الآتي، وكما هو موضح في الشكل رقم (8-1).

– نوع الاندماج.
– تقييم المنشآت المشاركة.
– طرق الدفع.
– هيكل الشركة الجديد.
– النواحي القانونية قبل وبعد عملية الاندماج.



شكل (8-1) عمليات الدمج والاستحواذ في الولايات المتحدة (1980 – 2004)

والاندماج قد يكون بين منشآت في ذات الصناعة وصناعات مختلفة، بل قد يكون الاندماج غير مجدٍ عندما تستحوذ إحدى المنشآت على أحد مورديها. ويتفاوض المشاركون على السعر العادل عندما تريد منشأة شراء منشأة أخرى. وقد يكون سداد الثمن بما لديهم من نقدية أو مال مقترض في معظم الحالات بإصدار أوراق مالية جديدة. فماذا سيكون عليه هيكل الشركة الجديدة؟ من سيكون مسئولاً؟ وأي المديرين أو خطوط الأعمال سيحتفظ بهم؟

وتحاول الجهات الحكومية تحديد ما إذا كان الدمج يقل مثلاً في المنافسة، فيعتبر حينئذ غير قانوني، وتقوم الحكومة الفيدرالية بتحديد ذلك.

وهناك أيضاً مسألة التكاليف والمنافع من جراء الاندماج للمنشأتين وللمجتمع، وكثير من الاتجاهات نحو الاندماج لها برامج منفصلة.

والسؤال هنا: لماذا يتم تناول موضوع الاندماج في كتاب متعلق بحوكمة الشركات؟ ويمكن الإجابة على هذا التساؤل بأنه كانت هناك حالات شراء شركات سيئة الأداء بواسطة شركات أخرى، وتم التخلص من الإدارة القديمة لتحسين ربحية الشركة المشتراة. وكانت هذه الحالات تقاوم من جانب إدارة الشركة المستهدفة لخوفهم من فقد وظائفهم بعد شراء شركاتهم. فكان هذا النوع من الاندماج يشار إليه باسم "الاندماج العدائي" وأحياناً باسم "الاندماج التأديبي" على أساس أن المديرين الضعاف والإجراءات الضعيفة يمكن استبعادهم بعد شراء شركتهم.

وصف مختصر للـ (M&A) : BRIEF OVERVIEW OF M&A

للـ (M&A) أسباب متفاوتة، قد تكون استراتيجية لتحسين التعاون التشغيلي، كما يمكن أن يؤدي الاندماج إلى خفض تكاليف الشركتين المندمجتين مالياً. ففي سنة 1999 أدى الاندماج بين (Exxon) و(Mobil) إلى نقص تكاليف استكشاف البترول. ويمكن للمنشآت القيام بالدمج للتنوع في أعمال جديدة. فمثلاً AOL وWarner Time اندمجتا معاً لإحداث وسائط إعلامية جديدة (خدمات إنترنت AOL وكابل Time Warner) (CNN, HBO) والوسائط المطبوعة (Sport , People , Time المصورة) .

والاندماج قد يكون تعاونياً أو تنوعياً. فقد تم دمج (مورجان ستانلي) و(ديان وينر) اللذين أقاما معاً بنك الاستثمار للأوراق المالية .

والدمج للتنوع يكون بين منشأتين مختلفتين تماماً، فاستيلاء (GE) على شركة تليفزيون (NBC) خلال الثمانينيات، وتنوع الشركة، يحقق الأرباح

من الشركة الموحدة، ويجعلها أكثر ثباتاً. وإن كان هناك جدل حول ما إذا كان هذا جيداً للمساهمين أم لا ؟

وحدثت حالات من الاندماج الحديثة، معظمها للنمو وزيادة القوة السوقية. فالدمج بين (Peoplesoft , or acle) وبين (هيوليت باكارد) و(Compaq) وبين (Nations Bank) و(بنك أوف أمريكا) ينظر إليه على أنه تعزيز للقوة السوقية. وفي السنين الأخيرة تبدو هذه الحالات للدمج أنها شائعة مع البنوك والصيدليات وشركات البترول وفئات الاتصالات. وعموماً يمكن تصنيف كل هذه الاندماجات إلى فئة واحدة: (Synergistic) هي فئة الاندماج التعاوني من أجل مزيد من الربح بتقليل التكاليف والمخاطر واقتصاديات كبيرة الحجم.

وبينما نرى الدمج والضم على أنهما مختلفان (فالدمج غالباً توحيد لمنشأتين)، والضم عبارة عن منشأة تشتري الأخرى. وفي الواقع كل الدمج عبارة عن ضم. لوجود مشتر واضح وبائع عندما يتم ضم منشأتين معاً.

وللإجابة على التساؤل الخاص بمدى استفادة المساهمين من عملية الدمج من عدمه، يمكن القول إن استيلاء (هيوليت باكارد) على (Compaq) لم يكن يُرى إيجابياً من جانب بعض مساهمي HP، ولا من جانب سوق الأوراق المالية عندما أعلنت HP خطتها لضم (Compaq)، والذي نتج عنه هبوط سعر سهم HP فوراً. فهناك رأي شائع بأن المنشآت الأصغر أكثر تركيزاً من المنشآت الكبيرة في قدرتها على توليد الأرباح. كذلك يعتقد البعض أن المديرين يريدون ضم شركات فقط لزيادة إمبراطوريتهم. هذا النوع من الضم يشار إليه (بالمبنى الإمبراطوري) وإذا كان كل هذا الاعتقاد صحيحاً حقيقياً، فإن الضم قد لا يكون جيداً بالنسبة لمساهمي الشركات الضامة، واليوم يعتقد أن دمج (HP-COMPAGE) كان للسببين معاً.

المنشأة المستهدفة: THE TARGET FIRM

كثير من المنشآت المستهدف ضمها، تتمتع بارتفاع في سعر السهم عند إعلان الضم للجمهور. فلماذا يحدث هذا؟ فإذا كانت هناك منشأة أو حتى

مستثمر فرد – قد يكون مهتماً بأن يضم إليه منشأة مستهدفة، لأنه يعتقد أنها لا تؤدي بكامل قوتها، وأنها يمكن أن تصير أفضل أداء تحت رقابة شخص آخر. فهدف الضم في هذه الظروف هو الاستيلاء على المنشأة، وجعلها مربحة بتقليل التكاليف الثابتة والمتغيرة (إما بالتخلص من المصروفات غير الضرورية أو بالتعاضد المالي مع الشركة الضامة) وتحسين كفاءتها التشغيلية أو التخلص من المديرين الضعفاء.

وفي بعض الأحيان، يرى البعض أنه أمر غير طبيعي أن تحاول منشأة ناجحة ضم منشأة ضعيفة غير ناجحة، ولكن السبب المنطقي بسيط. فإذا كانت منشأة أو فرد يضم منشأة ناجحة، حينئذ عليه أن يدفع كثيراً مقابل هذا الضم فتكون نسبة المكاسب بعد الضم محدودة. ومع هذا إذا كانت منشأة أو فرد يريد ضم منشأة غير ناجحة، فسيدفع مقابلها ثمناً صغيراً نسبياً، وصافي الأرباح بعد ذلك قد يكون معقولاً، وبذلك يكون لديهم القدرة على تحويل المنشأة غير الناجحة إلى منشأة ناجحة.

وقد يزيد سعر السهم للشركة المنضمة عند إعلان الضم. ومن هنا، نجد الضامين لم يعودوا يدفعون مبالغ كثيرة للمنشأة المستهدفة. ففي أبريل سنة 2005 دفعت (مجموعة بيتررم) (12.08) دولار للسهم للحصول على (بولاروبر) التي كانت أوراقها المالية بسعر (10.70) دولار للسهم.

وقد يعترض فريق إدارة الشركة المستهدفة باعتبار أن عملية الضم قد لا تبقي عليهم في مناصبهم، حيث يلجأ الضام إلى كبار مساهمي المنشأة المستهدفة، ويحثهم على شراء أسهم كافية، حتى يمكنهم فعلاً التحكم في المنشأة المستهدفة، ومن ثم في إدارتها. وعندما يقوم الضام بالاستغناء عن المديرين في المنشأة المستهدفة فيسمى (ضم عدائي) فمثلاً: كثير من حالات الضم العدائية توافق عليها المنشأة المستهدفة. وتحاول كذلك بعض المنشآت خوفاً من الضم العدائي والعمل على إبرام صفقة صداقة مع الضام المحتمل. وفي كلتا الحالتين، فإن المنشآت المشتركة قد تذكر علناً أن الدمج كان بالصداقة أو بالشراكة.

فكرة الضم التأديبي: The Notion of The Disciplinary Takeover

عندما تضم منشأة منشأة أخرى، عادة لا يعتبر هذا ضماً تأديبياً، فهناك منشآت رابحة يتم ضمها. وكانت (Time Warner) تحقق حوالي (27) بليون دولار إيرادات عندما ضمتها (AOL) التي كانت إيراداتها أقل من (5) بلايين دولار (رغم أن المنشأة المربحة الآن تحت التحقيق بسبب الفساد المالي خلال فترة الدمج). وحتى الضم العدائي ليس دائماً يعتبر ضماً تأديبياً. فكانت People Soft منشأة رابحة عندما كانت في سبيل الاستيلاء على J.D. و(باتحادهما كان متوقعاً تحقيق إيراد سنوي (3) بلايين دولار).

وهناك كثيرون من الأكاديميين يرون الضم آلية حوكمة مهمة. إذا لم يكن المدير يقوم بعمله جيداً، إما لأنه سيئ الإدارة، أو لأنه يسيئ استخدام سلطاته التقديرية (أي يستخدم سلطاته لمصلحته الشخصية). والخوف من الضم المحتمل قد يجعل آلية تأديبية قوية للتأكد من أن المديرين يؤدون أفضل قدراتهم، والتأكد من أن السلطة التقديرية للمديرين تحت الرقابة. وفي دراسة على (250) حالة ضم خلال (1958-1984) وجد أن أكثر من نصف المنشآت المستهدفة قد فصلت إداراتها خلال سنتين من الضم. هذه الإحصائيات تمثل ساحة الضم الآن. حتى بالرغم من أن ضم (Oracle) لـ (Peoplesoft) لم يكن يبدو كضمان تأديبي، إلا أن كثيراً من الإدارة العليا في الشركة المضمومة تم عزلهم بعد عملية الضم. وقد شعر مجلس إدارة Peoplesoft أن CEO كان مسئولاً عن خسارة (2) بليون دولار هي قيمة حقوق المساهمين. بينما كانت قدرته CEO محل جدل، فالضم يمثل احتمال طريقة قوية لفصل المديرين (أو لتشجيعهم) للعمل على مصالح المساهمين.

وقد تكون فكرة الضم التأديبي كأداة حوكمة جديدة لدى البعض، فمثلاً نجد أن (Carl icahn) و T. boone Pickens كانتا مشهورتين بتعرفهما على المنشآت التي لا تستطيع رقابة مصروفاتها. وقد استولى (كارل إيكان) على (TWA) في سنة 1985، وبعدئذ هبطت تكاليف (TWA) فكان هذا الضم تأديبياً أكثر منه تعاونياً. ويعتبر هذا النوع إفادة لمساهمي المنشأة المستهدفة، حيث

تخلصوا من المديرين السيئين، كما أنهم تمتعوا بالأرباح. ومع هـذا، هنـاك وجهة نظر بديلة: هؤلاء "المغيِّرون" كانوا يعتبـرون "أوغـاداً" كـذلك، لأن "المغيرين" غالباً يقللون الوظائف لغـاية التكاليـف، والاهتمـام بتخفـيض الربح.

وما إن يحصل المغيِّرون على أسهم كافية في منشأة، يمكنهم فـرض إرادتهم عليها – فمثلاً: كان (كيرك كيركوريان) مساهماً كبيراً فـي (ديملـر كريزلر) وكان نشطاً دائماً كمساهم. وفي 1996 ألزم كريزلر بـدفع مبـالغ ضخمة لإعادة شراء الأوراق المالية.

وشراء (كيرك كركوريان) الكبير في (GM) وفي ربيع سنة 2005 كان كثير من المحللين يتنبأون بتحسينات في المستقبل في GM.

وإذا كان الضم التأديبي مربحاً بذاته (حتى في غياب دافـع التعـاون Synergy) وإذا كانت آلية حوكمة فعالة، فلماذا لم نـر كثيـراً منـه خـلال التسعينيات 1990 والـ 2000 ؟ كما رأينا في الثمانينيات 1980؟ حتى لـو أن منشأة ضعيفة تم الاستيلاء عليها في السنوات الأخيرة بدافع التعاون بدلاً من سبب الاستثمار البحت، فهناك أسباب حقيقية لذلك **أولها:** أسعار الأسهم قـد تكون تدهورت بسبب سوء الحوكمة، ومن ثم جعل الضم التـأديبي مغـامرة مربحة. **ثانياً:** الضم التأديبي يستغني عن المديرين الذين أدى ضـعفهم إلـى أسعار هابطة للأسهم، فمثلاً: إذا كان مستثمر فرد يشك فـي أن مـديراً مـا يتلاعب في نتائج الأعمال، فهذا المستثمر الفرد يتردد في الاستيـلاء علـى المنشأة التي قـد يهبط سعر سهمها نتيجة أفعـال هـذا المديـر. **ثالثـاً:** التكلفة كبيرة لشراء المنشأة. ففي الثمانينيات (1980) كان الدين بـالاقتراض مألوفاً للتمويل كحافز للضـم، ولكن هـذا النـوع من رأس المال لـم يعـد متاحاً اليوم. **رابعاً:** وربما السبب الأهم، وهـو أن اليوم توجد دفاعات كثيرة ضد الضم، أي أن المنشـآت يمكن أن تقيم دفاعات ضد الضم يمكن فعـلاً أن تعجـز هـذه الوسيلة للحوكمة من لعب دور نشط في نظم الحوكمة.

دروس مستفادة:

فشل (شامروك) في محاولة ضم عدائية لبولارون- ولكن من الخاسر؟

SHAMROCK HOLDINGS FAILS IN HOSTILE TAKEOVER ATTEMPT OF POLAROID. BUT WHO IS THE REAL LOSER?

في سنة 1988 اشترى شامروك 5% من أسهم (بولارون) وكان سهم بولارون يتراوح ما بين (30-35) دولارًا. وقد طلب فريق إدارة (شامروك) اجتماعاً مع (CEO) بولارون (ماك لليستربوش) لمناقشة ضم صداقة، ولكن (بوش) وعد أن يقابل إدارة (شامروك) في 13 يوليو. وقبل يوم واحد من هذا الموعد اجتمع مجلس إدارة بولارون لاعتماد خطة ملكية الأوراق المالية للعاملين (ESOP) بنسبة 14% من أسهم بولارون، وهذا يجعل من الصعب ضم (بولارون) حسب إحصاء ESOP. وقد هدد (شامروك) بأن يقدم (بولارون) لمحكمة الولاية المقيد بها (بولارون) لإفساد خطته (ESOP).

وفي سبتمبر قبل وصول دعوى (شامروك) للمحكمة عرض شامروك (42) دولارًا للسهم في (بولارون) معلقاً ناتجاً إيجابياً في المحكمة. ثم رفعوا عرضهم إلى (45) دولاراً للسهم.

وقد نصح مديرو شركة (بولارون) مساهميها برفض عرض (شامروك) وفي يناير سنة 1989 أيدت المحكمة (ESOP) واستأنف (شامروك) وأخيراً توصلا إلى اتفاقية بين المنشأتين بوعد شامروك أن يتخلى عن دعواه. مع كل التنازلات التي تلقاها (شامروك) من (بولارون) مقابل التخلي عن الضم. كان شامروك قادراً على تحقيق حوالي (35) مليون دولار ربحاً قبل الضرائب.

وبعد سنوات في سنة 2001 أودعت بولارون للحماية من الإفلاس، ثم في ربيع 2005 تم شراء (مجموعة بيترز) مقابل (12.08) للسهم. وقد تلقى بولارون (8.5) مليون دولار وتلقى رئيس مجلس الإدارة (12.8) مليون دولار، بينما حصل المتقاعدون من بولارون على (47) دولارًا عن كل واحد لتعويضه عن المعاش الذي ضاع في إفلاس بولارون سنة 2001.

دفاعات الضم : TAKEOVER DEFENSES

في (US) يمكن أن نجد دفاعات عن الضم في فئتين: واحدة على مستوى المنشأة، والأخرى على مستوى الولاية. فدفاعات على مستوى المنشأة يمكن تقسيمها إلى دفاعات ما قبل عملية الضم، ودفاعات أخرى ما

بعد عملية الضم. أما الدفاعات على مستوى الولاية، فهي قوانين الولاية التي تنظم وتحد من الضم، وتعمل المنشآت على أن تصدر الولاية هذه القوانين.

دفاعات مستوى المنشأة القابلية ضد الضم:

Firm-level Pre-emptive Takeover Defenses

لفظ "كمبيالة السم" (Poison bill) تمثل أي استراتيجية تجعل المنشأة المستهدفة أقل جاذبية فوراً بعد ضمها. ومعظم هذه السموم هي ببساطة حقوق لصالح مساهميها.

فمثلاً: سم شائع الاستعمال، يعطي مساهمي المنشأة المستهدفة حق شراء أسهم الشركة الضامة بخصم كبير جداً في حالة تحقيق الضم، وبالطبع هذه الحقوق تجعل هذه المنشآت أقل جاذبية للضم من وجهة نظر الضام. أنواع أخرى من هذه السموم تتضمن أن يصير للمنشأة مستحق فوراً بعد الضم أو خفض فوري عميق في الأصول الثابتة المضمونة وكثير من منشآت (S8P500) بها كمبيالة السم.

الباراشوت الذهبي: هو دفع تلقائي للمديرين إذا تم ضم منشآتهم، لأن الضام في النهاية يتحمل تكلفة هذه الباراشوتات، فوجودها يجعل هذه المنشآت أقل جاذبية للضم. وهذه الباراشوتات الذهبية يمكن اعتبارها نوعاً من (كمبيالة السم).

ويمكن للمنشأة أن يكون بها فوائد للأغلبية الفائقة عندما يكون 3/2 عدد المساهمين عليهم الموافقة على تسليم الرقابة. كذلك للمنشآت إمكانية وجود مجالس إدارة (Staggered) متمايلة، حيث جزء فقط من المجلس ينتخب كل سنة لسنوات متعددة، وبذلك لا يمكن رقابة المجلس في أي سنة معينة.

دفاعات رد الفعل على مستوى المنشأة ضد الضم:

Firm-level Reactioary Takeover Defenses

يعتبر هذا النوع من الدفاعات بمثابة رشوة تمنع البعض من اتباع الضم، فمثلاً كان (ديفيد مراوش) يمتلك 5% من حصص شركة (البترول الغربية) في سنة 1984، ولخوف إدارتها من ضم عدائي من جانب (مراوش) اشتروا أسهمه بسعر كبير.

ودفاع رد فعل آخر: يشمل محاولة إدارة المنشأة إقناع مساهميها بأن سعر سهمهم المعروض منخفض جداً، وهذا ما حدث في بعض الحالات

عندما قامت إدارة بولارويلز في دفاعها ضدهم. إن إدارة (بولا رويلز) فعلت هذا في دفاعها ضد (ضم شامروك العدائي) وإثارة مسائل فقدان الثقة وإيجاد ضام آخر (معروف كذلك بالفارس الأبيض) الذي يحتمل أن يعــزل الإدارة بعد الضم، أو وجود مستثمر يشتري أسهماً كافية (يسمى كذلك السيد الأبيض) حتى تكون له سلطة كافية لسد عملية الضم.

قوانين مستوى الولاية ضد الضم: State-level Anti-takeover Laws

توجد خمسة قوانين ولاية للضم:

1- **قوانين التجميد (Freeze-out)**: التي تشترط مدة حوالي (3 سنوات) حتى يمكن لمقدم العطاء أن يكسب رقابة، وعليه أن ينتظـــر لـــدمج المنـــشأة المستهدفة بأصولها.

2- **قوانين السعر العادل**: لضمان أن المساهمين الذين يبيعون أسهمهم خلال مرحلة متأخرة للضم، يحصلون على نفس السعر كأي مساهم آخر يبيـــع أسهمه للضام في وقت سابق. فالمنشآت الفردية يمكن أيضاً أن تأخذ بهذا النوع من الحكم.

3- **قوانين اعتماد كمبيالة السم**: تحمي حقوق المنشأة في اتخاذ كمبيالات السم.

4- **قانون الضم للتحكم**: يتطلب من المساهم الموافقة قبل إمكان التـــصويت على أسهمه.

5- **قانون الجمهور المنتخب**: يتيح للمـــديرين أو رجـــال مـــصالح غيـــر المساهمين (مثل العاملين أو الدارسين) في الدفاع ضد الضم.

وتوجد في الولايات المتحدة ولايات بها قوانين ضد الضم مثل (بنسلفانيا) و(أوهايو)، وقوانين هذه الولايات تتيح للمنشأة المستهدفة المطالبة بأرباح الأجل القصير، التي تتحقق للضام، وتلتزم بها مجالس الإدارات المتعاقبـــة Staggered، كذلك هناك قوانين فيدرالية تمنع الدمج الذي يقلل المنافسة، وإن كانت مـــصممة لضمان بيئة تنافسية وليست لحماية المنشآت ضد الاستيلاء غير المرغوب فيه.. وهذه المهمة يقوم بها مكتب المنافسة للجنة التجارة الفيدرالية "FTC"، ومكتـــب ضد التحكم الموجود بوزارة العدل (DOL).

هذان الجهازان الحكوميان يتخذان سياسة ضد التحكم، وتركيزهما الرئيسي على ممارسات الأعمال عند المنافسة، وضمان بيئة صناعية تنافسية لعملية الدمج بين الشركات.

الولايات التي بها على الأقل (4) قوانين ضد الضم :

STATES THAT HAVE AT LEAST FOUR OF THE MENTIONED ANTL-TAKEOVER LAWS:

أريزونا	فلوريدا	جورجيا	مساتشوسيتي
اللينوي	أنديانا	كنتاكي	نيوجيرسي
ميريلاند	مسنيسوتا	ميسوري	أوريجون رنتسي
نيادا	نيويورك	أوهايو	(22) ولاية
بنسلفانيا	روداليند	سوت داكونا	
فرجينيا	ويسكونش	إيداهو	

دروس مستفادة:

الاستيلاء العدائي (لأوراكل) على

ORACLE'S HOSTILE TAKEOVER OF PEOPLESOFT

في 2 يونيو سنة 2003 أعلنت People Soft أنها ستستولي على منافسيها J.D Edwards حيث تكون المنشأة الموحدة ثاني أكبر منشأة في بيع تطبيق السوفت وير. بعد أربعة أيام عرضت (أوراكل) في نفس الصناعة الاستيلاء على people Soft مقابل 16 دولارًا للسهم، وقد أصدرت إدارة people soft رداً سلبياً على العرض وبعد (12) يوماً رفعت (أوراكل) العرض إلى (19.50) للسهم، وعلى مدى سنة ونصف تالية قامت وزارة العدل برفع دعوى ضد أوراكل لأسباب ضد الثقة، حيث إن الدمج سيقلل كثيراً من المنافسة في هذه الصناعة. كذلك كانت (أوراكل) في (people Soft) وخاصة أنها حاولت وضع مرشحين من عندها لمجلس إدارة (people Soft) وتحدوا كمبيالة سم واحدة كانت تغرق السوق بملايين من أسهمها لو تم ضمها وأخرى بأن ترد تلقائياً عملاء people Soft من (2 إلى 5) مرات لرسوم تراخيصهم لو تم ضم المنشأة كذلك تمت المضاربة بأن (مارسا إيفن) ربما (IBM) سينقذ (people Soft) وفي نفس الوقت هبط سعر سهم people Soft بما جعل المجلس يعزل CEO (كريج كونواي).

وفي نهاية سنة 2004 وافق مجلس إدارة people Soft على صفقة ضم مع Oracle مقابل (26.50) دولار للسهم.

تقييـــم دفاعــات الضـــــم:
ASSESSMENTS OF TAKEOVER DEFENSES

هل دفاعات الضم سيئة بالنسبة لنظام الحوكمة؟

من الصعب القول ما إذا كانت هذه الدفاعات هي السبب الوحيد للقضاء على الضم التأديبي، فمعظم هذه الوسائل (سواء دفاعات مستوى المنـشأة أو دفاعات مستوى الولاية) جاءت وطبقت خلال الفترة من منتصف الثمانينيات وحتى نهاية الثمانينيات. ويمكن القول إن دفاعات الضم على الأقل ســاهمت في إنهاء الضم التأديبي. وإن كان وجودها جعل هناك ثغرة وحيدة في آليات الحوكمة. فهذه الدفاعات سيئة بالنسبة لنظام الحوكمة، حيث إنه عندما تأخــذ المنشأة بآلية ضد الضم، فإن سعر سهمها يهبط. ومع هذا ليس معنـــى هــذا القول بأننا ندافع عن استبعاد الآليات ضد الضم. الأمر ببساطة غير واضح. الراصدون Raiders غالباً يسعون إلى الأرباح السريعة. ونحن عموماً نشجع المديرين والمستثمرين أن يكون لهم تركيز على الأجل الطويــل. كــذلك - يمكن أن نؤكد مع هؤلاء الذين يرون أننا مع هؤلاء الذين يريدون أن يكــون المديرون كأوغاد لا منصب لهم.

ومع هذا، علينا أن نستمر في تقييم المزايا والمساوئ للدفاعات ضــد الضم، في ضوء إعادة تقييم حوكمة الشركة اليوم. ربما توجد أرضية وســط يمكن تحقيقها. بعض الأدوات ضد الضم تظهر فقط أنها تفيد المديرين. فمثلاً الباراشوتات الذهبية تفيد مباشرة المديرين المستثمرين.

هناك دليل كبير على أن القوانين المفرطة ضد الضم في (بنــسلفانيا) و(أوهايــو) وما (مسانشوسيتــى) أضــرت بقيمــة المنــشأة، ومــن ثــم بالمساهمين.

ومن جهة أخرى: كثير من المنشآت ذات دفاعات ضد الضم، دافعــت أخيراً على الضم، وحينئذ ارتفع سعر السهم غالبًا عن العرض الأصلي. لذلك

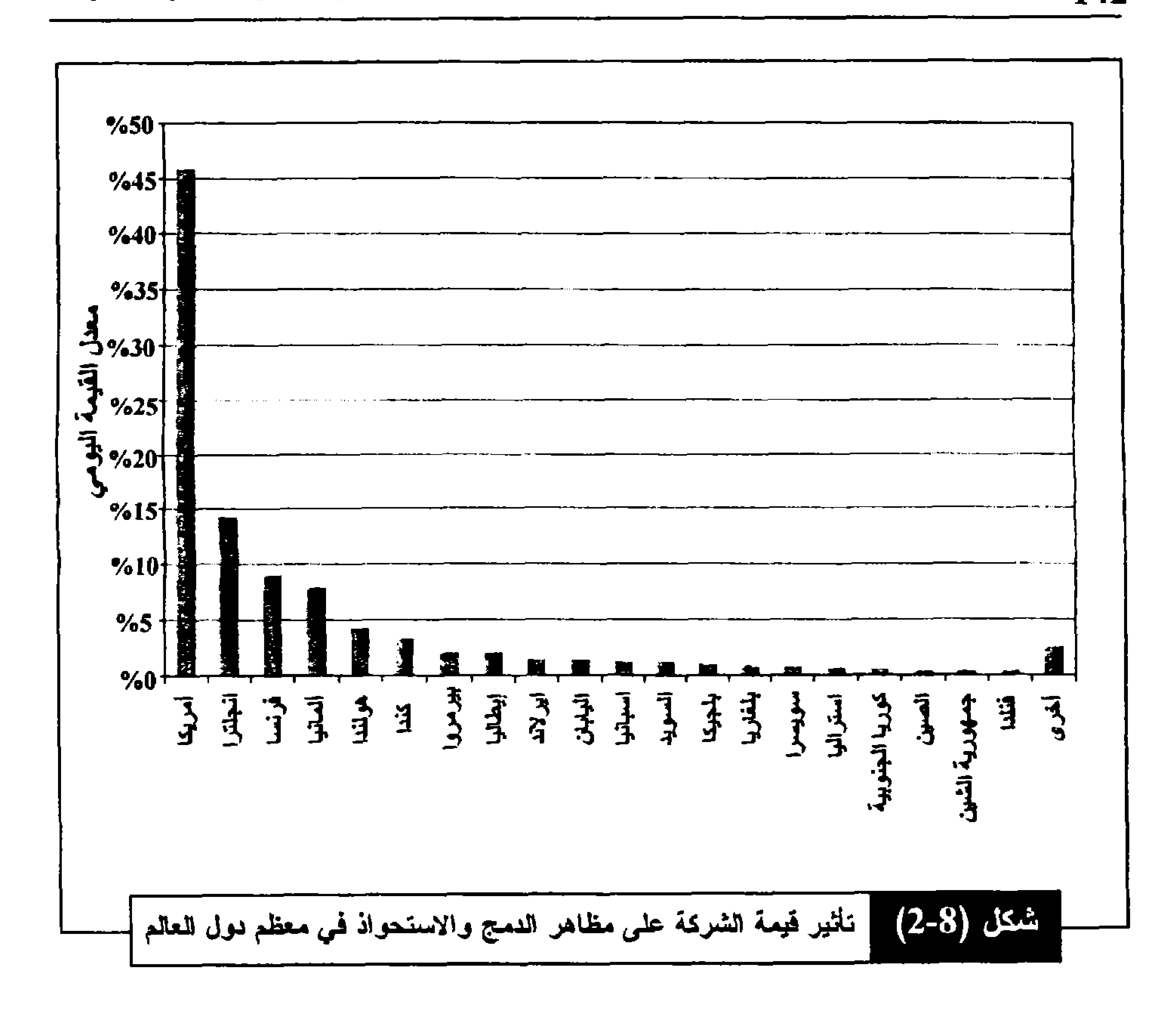
فالحرب ضد الدمج قد تكون سبباً في زيادة سعر العرض. وبذلك تزيد ثروة مساهمي المنشأة المستهدفة.

منظور دولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

يبدو أن UK مرت بموجة الدمج منذ أوائل التسعينيات – فنجد مؤخراً استيلاء فودافون (UK) على ما نسيمان (ألمانيا) في استيلاء عدائي كبيـــر – ويمكن القول إن (M&A) في (US) و(UK) تمثل 60% مـــن حـــالات الـــدمج والضم في العالم، وربما بهما معظم القوانين ضد الدمج، رغم أن بهما معظم حالات (M&A) في العالم.

ونجد أنه في النظم المالية المركزة بالبنوك على غير نظـــام أســـواق رأس المال في (US) تلعب فيها البنوك دوراً مهماً في دمج المنشآت. فمـــثلاً: في دراسة وجد أن البنوك مؤثرة في اندماجات ألمانيا. كذلك في اليابان نظام على أساس البنوك، وعموماً هذا يسري في الدول التي تعتقـــد فـــي حمايـــة المنشآت من الضم العدائي وخاصة من الأجانب، ومع هذا فاليابان قامت من انهيار سنة 1990، لذلك فمن الصعب القول بأن معارضتها للـــضم العـــدائي كانت جيدة للمساهمين (ولكن بالطبع – ليس معنى هذا القول بأن (M&A) هي علاج لحل مشكلة الاقتصاد الياباني).

وبعد الأزمة المالية الآســـيوية (1997-1998) وجـــد أن كثيـــرًا مـــن الحكومات الآسيوية، خففت من القيود على الملكية الأجنبية. وهذا يعد دافعـــاً لجذب رأس المـــال الأجنبي، وفي نفـــس الوقـــت، فـــإن الوجـــود الكبيـــر للمستثمرين الخارجيين قـــد يـــؤدي إلى تحسينات في الحوكمة على مستوى المنشـــأة. ومع هـــذا، إذا كان هـــؤلاء المستثمرون الخارجيـــون ســـيؤدون إلى حوكمة أفضل أم لا ؟ ســـنرى. ويمكن توضيح ما ســـبق فـــي الـــشكل رقـــم (8-2).



شكل (8-2) تأثير قيمة الشركة على مظاهر الدمج والاستحواذ في معظم دول العالم

دروس مستفادة:

لم يحدث أكبر ضم عدائي في US: THE LARGEST HOSTILE TAKEOVER DID NOT OCCUR IN THE U.S.

في أواخر أكتوبر سنة 1999 عرضت الشركة الألمانية العملاقة في الاتصالات والهندسة (Mannesmann) أن تضم (Orange) منشأة اتصالات (UK)، ولكن (فودافون) أكبر شركة اتصالات في بريطانيا ربما خوفاً من منافس جديد في نفس ساحتها، عرضت ضم الشركة الألمانية ذاتها.

وقد قامت فودافون بالسعي إلى صفقة صداقة مع الشركة الألمانية للدمج، ولكن الشركة الألمانية رفضت فقامت فودافون بالعرض مباشرة على مساهمي الشركة الألمانية. وفي الشهور التالية حدثت معركة عامة كبيرة حيث كل منشأة قامت بالإعلان في صفحة كاملة مع كل الأطراف في محاولة لإقناع مساهمي الشركة الألمانية أنهم كانوا على حق. وفي

فبراير سنة 2000 اتفقت المنشأتان أخيرًا على الدمج، فكان أكبر ضم عدائي في العالم.
فمثلا في اليابان شركات كثيرة تمتلك بعضها البعض، وفي كوريا نجد العائلات مساهمين أقوياء في الرقابة على كثير من المنشآت. كل من هذه الترتيبات تجعل من الصعب لمن يريد الضم من خارج هذه الشبكات المحكمة أن يستولي على منشأة. وقوة الملكية المتبادلة في اليابان ضعفت في السنوات الأخيرة وتحت الضغط على العائلات التي تدير منشآت في كوريا من الخارج ومن الداخل . وفي المستقبل قد نرى حالات ضم أكثر عدائية في أجزاء أخرى من العالم، ولكن هل ستعتبر آلية مهمة لحوكمة الشركة. هذا ما سوف نراه قريباً.

ملخص — SUMMARY

حالات الدمج والضم (M&A) في US كانت في ارتفاع في الثمانينيات 1980.

وفي البداية كانت كثير من هذه الحالات تتسم بالعدائية. حيث كثير منها تمت مع منشآت لم تكن إدارتها راغبة في هذا الضم، وكثير من هؤلاء الضامين كانوا يعتقدون إمكان ضمهم المنشآت ضعيفة الأداء لتحويلها إلى منشآت مربحة. ومع هذه الطريقة يمكن اعتبار (M&A) أداة لحوكمة الشركة.

ومع هذا فالدمج حديثاً، يبدو كما رأينا أكثر تركيزاً على مجرد زيادة حصة السوق، وماذا حدث بالنسبة للضم التأديبي؟ ورداً على الضم العدائي في الثمانينيات (1980) نجد أن كثيرًا من المنشآت في الولايات المتحدة أخذت بآليات ضد الضم. إلى جانب أن نشاط الضم شائع في UK.

ومع هذا بافتراض ضعف في كل العالم لحوكمة الشركة، توجد فرصة جيدة قد نراها في (M&A) المتزايدة في العالم في المستقبل القريب.

الفصل التاسع

لجنة الأوراق المالية والبورصة

(معالجة الممارسات المالية والإدارية الخاطئة)

The Securities and Exchange Commission And Sarbanes-Oxley Act

شهد العالم فترة انتعاش في سوق الأوراق المالية، وبدت الأعمال في تصاعد، وانتعشت حالة المستثمرين المضاربين في أسواق الأوراق المالية، وكان التفاؤل سائداً في كثير من الأحيان. ثم فجأة : تبين أن مسئولي الشركات كانوا يغشون الجمهور، حيث أفلست شركات كبيرة، وتغير كل شيء، وصار المديرون التنفيذيون مشغولين بحضور المعارك بالمحاكم، ونتيجة هذا، ابتعد المستثمرون عن الشركات، وهبطت سوق الأوراق المالية.

وقد مر العالم بهذه الأحداث في نهاية التسعينيات 1990 وأوائل سنة 2000، وهناك أمثلة كثيرة عن السلوك التحايلي الذي يُستخدم لتصوير تلك الأوقات، بما في ذلك الأنشطة غير الأخلاقية بواسطة مديري الشركات ومحللي الأوراق المالية، وكبار المستثمرين، حتى محررو الصحف ضخموا من أوراقهم المالية.

ولكن ماذا فعلت US في محاولة تثبيت أزمة ثقة المستثمر في ركود الثلاثينيات (1930) ؟ قامت الحكومة بعمل شيء درامي فعلاً، حيث قررت تنظيم سوق الأوراق المالية، فأنشأت لجنة الأوراق المالية، والبورصة SEC التي تمثل المدافع عن المستثمر، ووضع المستثمرون على قدم المساواة مع الشركات التي يستثمرون فيها. وعندما أقر الرئيس الأمريكي روزفلت قانون الأوراق المالية سنة 1993، وقال في خطابه إن هذا القانون جاء ليعمل على تصحيح ومعالجة تصرفات بعض الشياطين الذين اكتشفوا كثيراً في الاستغلال الخاص للمال العام.

وبعد سبعين سنة، تكررت الأزمة نفسها مرة أخرى. ورداً على هذه الأزمة، أقرت الـ US قانوناً جديداً للأوراق المالية هو Sarbanes Oxley عندما قام الرئيس جورج W بوش بتوقيع القانون لسنة 2002 الذي يقول: " لقد طغى فساد الشركات على ثقة المستثمر، بما عصف بضمير هذه الشركات، واليوم هناك دافع قوى للعمل على تلك الإصلاحات لكي يعتمد الاقتصاد الأمريكي على العدل والأمانة". والأغلبية العظمى من الأعمال تأخذ بهذه القيم. وبهذا القانون لدينا أدوات جديدة للإلزام بهذه القيم، وسنستخدمها بعنف للدفاع عن نظام أعمالنا الحر ضد الفساد والجريمة.

فالشركات في US تحكمها كثير من الوكالات الحكومية. فمثلاً: لجنة التجارة الفيدرالية (FTC) تنظم الإعلانات بواسطة الأعمال، وإدارة الطعام والعقاقير (FDA) تعتمد صفقات العقاقير الطبية للشركات وحماية المستهلكين. وما يجعل لجنة SEC مختلفة عن مثيلاتها في الرقابة، هو دورها في حماية المستثمرين. لذلك فإن الـ SEC مكون مهم لنظام حوكمة الشركة. وفي هذا الفصل نقدم وضعاً عاماً للـ SEC، وقوانين الأوراق المالية، والهيكل التنظيمي للـ SEC، والصعوبات التي تواجهها في قيامها بدورها في الرصد (monitoring).

قوانين الأوراق المالية : HE SECURITIES ACTS

توجد سبعة قوانين رئيسية تحكم صناعة الأوراق المالية، والتي تشرف عليها الـ SEC:

1- **قانون الأوراق المالية لسنة 1993**: وهذا يتطلب من المنشأة أن تسجل أوراقها المالية التي تعرضها للبيع العام. ويتم تسجيل الأوراق المالية لهذه الشركات في نموذج يُسمى (ferms-1). وفي هذا النموذج، على الشركة أن تصف أوراقها المالية المعدة للبيع والأغراض المعنية لحصيلة البيع وترتيبات ضمانها. كذلك على المنشأة أن تقدم وصفاً عاماً لها مع وصف طبيعة أعمالها وميزانيتها العمومية ومعلومات دخل العمليات وتفاصيل إداراتها وأجورهم. ولا يمكن لأي معلومات أن تكون تحايلية أو خداعية. وكل القوائم تكون علنية متاحة. والمعلومات في نموذج التسجيل تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

2- **قانون بورصة الأوراق المالية لـسنة 1934:** الذي أنشأ لجنـة الأوراق المالية والبورصة (SEC) وأعطاها سلطة الإشراف على صناعة الأوراق المالية بما في ذلك كبار المساهمين (المساهم من يملك 5% من المنـشأة) ومنشآت السمسرة وتجار الأوراق المالية والبورصات. وقـانون سـنة 1934 واسع في نطاقه عن قانون سنة 1933، حيث إن قانون 1933 يمثل جزءًا من قانون 1934، ويلزم قانون 1934 السماسرة والتجار والبورصة أن يسجلوا مع اللجنـة (SEC) وأن يوزعـوا تقـارير دوريـة. كـذلك فالشركات العامة مطلوب منها أن تقدم تقارير دورية بمقتضى القـانون، شاملاً التقارير السنوية المعروضة، والتقارير ربع السنوية المعروضـة بهذه التقارير بها تحديث لنماذج تسجيل الأوراق المالية للشركة المطلوبة بمقتضى قانون سنة 1933. ومنذ سنة 1996 علـى جميـع الـشـركات العامة أن تـوزع التقارير الكترونيـاً باستخـدام نظـام تحليل جميـع البيانات الالكتروني – واستعادتها (EDGAR). هذه الموزعـات مـن الشـركة يمكـن أن يطلع عليهـا أي واحـد مـن موقـع الإنترنـت للـ SEC (www.sec.gov).

كذلك بالإضافة إلى الإصدارات الدورية إذا حـدثت تغيـرات أو أحداث مهمة بين وقت إصدار هذه الملفات. وعلى المنشأة إصدار تحديث في نماذج خاصة تعرف بـ (8-KS). وأمثلة الأحداث المهمـة للـشركة التي تستوجب الإصدار الفوري.

انتهاء أو إنهاء اتفاقات أعمال جوهرية والالتزامات المالية الجديدة، والتغير في وضع القيد في البورصة ومبيعـات الأوراق الماليـة غيـر المسجلة. فمثلاً إذا وافقت الشركة على تسوية دعوى قضائية ضدها بدفع نقدي فعليها أن توزع النموذج (8-KS) وتصف طبيعة الحـدث، والمبلـغ المطلوب دفعه، ومصدر الدفع. وقانون سنة 1934 يتـيح للـ SEC أن تحكم العمليات الـ (Proxy) (الوكيل) (وهي العمليات المستخدمة لطلـب تصويت المساهمين على انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو الموافقة على أعمال المنشأة) .

3- **قانون تعهد الثقة لسنة 1939 (Trust indenture Act)**: الذي يُطبق على البيع، والاتفاق الرسمي بين المشتري والبائع للأوراق المالية.

4- **قانون شركات الاستثمار سنة 1940**: الخاص بتنظيم شركات الاستثمار مثل الصناديق المشتركة، بأن تطلب الإفصاح عن ظروفها المالية وسياساتها الاستثمارية.

5- **قانون مستشاري الاستثمار**: والذي ينظم أعمال مستشاري الاستثمار الذين يديرون أكثر من (25) مليون دولار أو الذين يقدمون المشورة لشركة استثمار لشركات الاستثمار المسجلة.

6- **قانون الشركة القابضة للمرافق العامة لسنة 1935**: الذي ينظم أعمال الشركات القابضة للغاز والكهرباء.

7- **وفي صيف سنة 2002 صدر قانون (Sarbanes-Oxley)** المعروف كذلك باسم قانون إصلاح محاسبة الشركات العامة، وحماية المستثمر لسنة 2002، والذي يضع جهة جديدة للإشراف وتنظيم المراجعين، ووضع قوانين خاصة بمسئولية الشركة، وزاد من العقوبات على جرائم الفساد المالي. **والجوانب الرئيسية لهذا القانون كالآتي:**

(أ) ينشيء القانون شركة لا تهدف للربح تُسمى الشركة العامة لمجلس الإشراف على المحاسبة، تعمل تحت إشراف الـ (SEC) للإشراف على مراجعة الشركات العامة لحماية مصالح المستثمرين والجمهور العام بتحسين دقة تقرير المراجعة.

(ب) يحاول القانون حماية المستثمرين بفصل العلاقة بين المراجعين والاستشاريين وشركات المراجعة.

(جـ) يزيد القانون قدرة الرصد ومسئوليات مجلس الإدارة، وتحسن جدارتهم بجعل المجلس أكثر استقلالاً وأكثر مسئولية عن المراجعات.

(د) يحاول القانون جعل الأعمال التنفيذية أكثر شفافية للمساهمين بأن تطلب الإفصاح عن الصفقات خارج الميزانية العمومية وقصر الوقت إلى يومين ليقدم المدير التنفيذي تقرير الأوراق المالية للشركة (وحقوق الملكية الأخرى) إلى لجنة SEC.

نتائج إنشاء مجلس الإشراف على المحاسبة (قانون 2002):

The 2002 Act's Effect on Accounting Oversight

بإنشاء مجلس الإشراف على محاسبة الشركات العامة (PCACB)، فإن الـ (SEC) أصبح له الهيمنة على المحاسبة العامة. فمجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، والمعهد الأمريكي للمحاسبين العامين المعتمدين... (AICPA) كانا مسئولين أولاً عن أحكام معايير المحاسبة والإشراف على المراجعات. وفي سنة 1973 عنيت الـ SEC-(FASB) ككيان غير حكومي مكون من أعضاء منشآت الأعمال المحاسبية والمهن الأكاديمية بوضع معايير المحاسبة، وهو ما يُعرف باسم (Gaap) (المبادئ المحاسبية المتعارف عليها عموماً) كما تطلبت الـ (SEC) أن كل المنشآت العامة تتم مراجعتها بواسطة المحاسبين العامين المعتمدين (cpa) الذين عليهم التأكد من أن المنشأة التي تحت المراجعة تتوافق مع (GAAP)، وللإشراف على هذه العملية، فإن الـ (SEC) منحت سلطة للـ ALCPA لحكم المراجعين الخارجيين ووضع معايير المراجعة، ومنذ صدور القانون في سنة 2002، فإن AICPA فقد سلطته في الإشراف على مراجعات الشركات العامة التي كلف بها PCAOB الجديد التابع للـ SEC.

والـ (PCAOB) كيان (لغير الربح) يأتي تمويله من المنشآت المسجلة مع (SEC) ومن منشآت المحاسبة العامة. وبمقتضى قانون سنة 2002 على المنشآت العامة إلزام الشركات بالتسجيل مع (PCAOB) وأن يفي بمعاييره. والأعضاء تعينهم لجنة SEC، ولابد أن يكون خمسة أعضاء ماليين، واثنان فقط يمكن أن يكونا منتمين للـ CPA.

موجز القوانين : Summary of the Acts

نلاحظ أن القوانين لو أخذناها معاً، خاصة الصادرين في (1933، 1934) والآخر في سنة 2002. كلها تعمل على ما يلي:

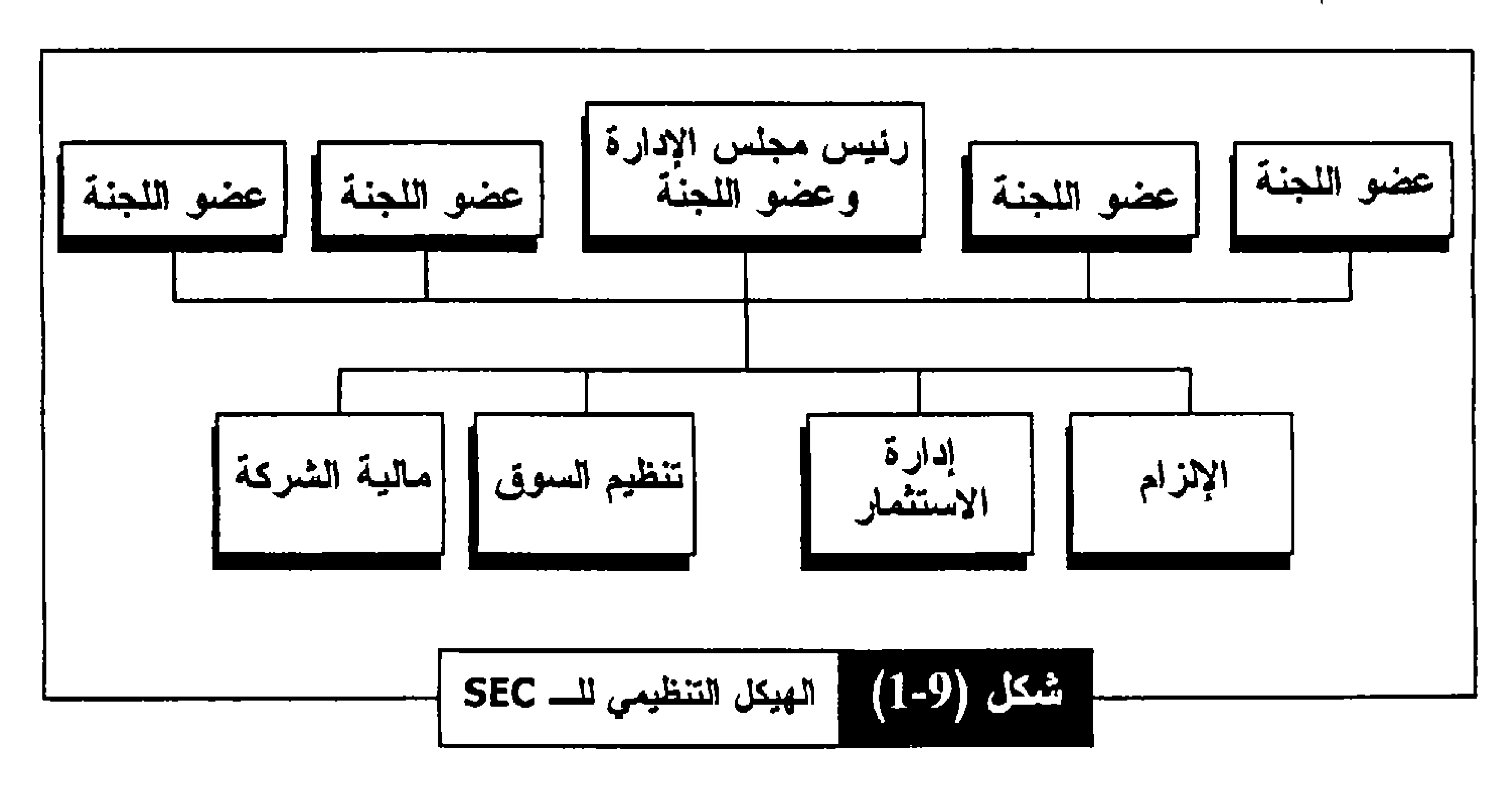
القوانين تلزم الشركات أن تفصح عن قوائمها المالية للجمهور. وبهذا يستطيع المستثمرون حينئذ اتخاذ قرارات بناء على معلومات. كذلك روح هذه القوانين وضع مصلحة المستثمرين أولاً. وبذلك فإن SEC تمثل الجهاز النظامي

الخارجي الأولى المسئول عن حوكمة الشركة، خاصة أن دورها الحالي في الإشراف على المحاسبة العامة امتد في ظل قانون سنة 2002 بنفس الدور.

الهيكل التنظيمي للجنة الأوراق المالية والبورصة:

ORGANIZATIONAL STRUCTURE OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

نجد أن الهيكل التنظيمي للـ SEC المقر الرئيسي في واشنطن D.C. وللـ SEC (11) مكتب في عدة ولايات أمريكية هي: أطلانطا – بوستون – شيكاغو – دنير – فورت وورث – لوس أنجلوس – ميامي – فيلادلفيا – سولت ليك سيتي – سان فرانسيسكو – نيويورك سيتي – واللجنة مكونة من (4) أقسام و18 مكتباً، ويعمل بها أكثر من (3100) فرد.



شكل (9-1) الهيكل التنظيمي للـ SEC

والشكل السابق يعكس خطوط السلطة والمسئولية للأقسام الأربعة التي هي للجنة الأوراق المالية والبورصة (SEC).

ويمكن استعراض هذه الأقسام بشكل من الإيجاز كالتالي:

1- **قسم مالية الشركة:** للإشراف على إفصاح الشركة، وضمان أن الجمهور لديه المعلومات الكافية والضرورية لاتخاذ قرارات الاستثمار. ويشمل الإفصاح بيانات التسجيل للأوراق المالية المعدة للبيع، والتقارير السنوية والربع سنوية، ونشاط الوكيل Prexy، والتقارير السنوية للمساهمين. ولأن

هذا القسم يراجع المستندات المطلوبة بمقتضى قوانين 1934، 1935، 2002، فكثير من الناس يميلون للاعتقاد بأن هذا القسم هو أهم الأقسام في SEC.

2- **قسم تنظيم الأسواق:** ويقوم هذا القسم بالإشراف على الأطراف المشاركة في أسواق الأوراق المالية مثل السماسرة ووكلائهم وبورصات الأوراق المالية وفقاً لقانون سنة 1940 بشأن مستشاري الاستثمار. كما أن هذا القسم مسئول بصفة خاصة عن منع التلاعب في الأوراق المالية، وضمان جودة عالية لصفقات الأوراق المالية في البورصات، وضمان السلوك السليم من جانب تجار الأوراق المالية (dealers).

3- **قسم إدارة الاستثمار:** يساعد SEC مع قانون سنة 1940 لشركات الاستثمار، وبصفة خاصة فإن هذا القسم هو المسئول عن وضع لوائح شركات الاستثمار.

4- **قسم الإلزام:** ليحقق في المخالفات الممكن لقوانين الأوراق المالية وللجنة SEC فقط سلطة الإلزام مدنياً، كما أن لها أن تلعب دوراً حاسماً في مساعدة الأجهزة الفيدرالية على تتبع المخالفات الحادة للقانون. وكل سنة تحاكم اللجنة ما بين (400) و(500) فرد أو شركة عن الأعمال الخاطئة، والتي تحول في معظمها إلى المحاكم. هذه المخالفات تتضمن بصفة رئيسية غش المحاسبة، متاجرة الداخليين والخداع بشأن الأوراق المالية. ويبين المثال التالي عينة المنازعات في تسوية بين شركة Health South والـ SEC.

دروس مستفادة:

منازعة فى تسوية بين شركة Healthsouth و الـ SEC	
هذا النزاع كان للجنة الأوراق المالية والبورصة ضد شركة Health South وآخرين، دعوى مدنية رقم B-(27-3-0615-5) الحكم النهائي ضد شركة Health South شاملاً الأمر ضد الغش- 100 مليون دولار غرامة- وإنشاء مفتش عام تابعاً للجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة،	وحكم آخر بشأن غش المحاسبة لشركة Health South. الحكم في النزاع رقم 19280 في 23 يونيو سنة 2005. الإلزام بالمحاسبة والمراجعة. الحكم رقم 2213 في 23 يونيو سنة 2005. في 22 يونيو سنة 2005: قام المكرم

"اينج برتيز جونسون" قاضي مجلس الولايات المتحدة للمنطقة الشمالية للأباما بإصدار حكم نهائي ضد شركة Health South يمنعها من مخالفة القسم 17 (أ) من قانون الأوراق المالية لسنة 1933 والقسم (10/ب) (13/أ) و(13/ب/2/A) و(13/ب/2/B) من قانون بورصات الأوراق المالية لسنة 1934 والقواعد (10ب/5) و(12ب/20) و(13أ/1) و(13/أ/13) - كما أن الحكم يقضي بأن تدفع الشركة:

1 - غرامة مدنية (100) مليون دولار مع (12.5) مليون دولار تدفع في 15 أكتوبر سنة 2005 ودفعة إضافية (12.5) مليون في 15 أبريل سنة 2006 و(25) مليونا في 15 أكتوبر سنة 2006 و(25) مليونا في 15 أبريل سنة 2007.
2- مليون في (15) أكتوبر سنة 2007.
3- دفع تكاليف أي توزيع وغرامات على المستثمرين.
4- الاحتفاظ بمستشار لمراجعة ممارساتها في حوكمة الشركة.
5- الاحتفاظ بمستشار لمراجعة الرقابة المحاسبية أو كبديل لمستشار المحاسبة مع العمل على توفير اتصالات فريق لجنة مع مراجعي الشركة وغيرهم بشأن الرقابة والتقرير عن أعمالها لتصحيح الأوضاع.
6- تعيين فريق عمل تفتيش عام لتقرير لجنة المراجعة المنبثقة عن مجلس إدارة الشركة.
7- وضع وتنفيذ برامج تدريبية للموظفين والمستمدين المشاركين في المحاسبة والتقارير المالية وللمديرين التنفيذيين عن العمليات بالشركة على مستوى الأقسام والكتابات التابعة (Subsidieries) لتعليم هؤلاء الموظفين والمستخدمين ولمنع المخالفات في المستقبل لقوانين الأوراق المالية.
8- الاستمرار في التعاون مع تحقيقات الحكومة الجارية وشكوى اللجنة الموزعة في 19 مارس سنة 2003 والمعدلة في 3 أبريل سنة 2003 والتي تقول فيها إن الشركة بعد تسجيلها كشركة عامة في سنة 1986 بدأت في تضخيم مصطنع لمكاسبها لتلبية توقيعات محللي (وول ستريت) والحفاظ على سعر السوق للأوراق المالية للشركة، وأن الشركة منذ 1999 تبالغ في مكاسبها بما لا يقل عن (1.4) بليون دولار.

ولم تنكر الشركة ادعاءات الشكوى وقدمت تعاوناً جوهرياً مع التحقيقات في هذا الشأن، ويوزع مبلغ العقوبة على المستثمرين الذين صدر الغش ضدهم بموجب أحكام الأموال العادلة لقانون (Sarbanes-Oxley).

الحاجة للقوانين والـ SEC: NEED FOR THE ACTS AND THE SEC

تتفاوت الآراء ما بين مؤيد ومعارض بقوانين SEC، فالبعض يرى أنه غير سعيد بهذه القرارات، نظراً لأن تكاليف التقرير واتباع اللوائح باهظة،

وقد قام CEO بشركة Congoleum بجعل شركته خاصة في أوائل الثمانينيات قائلاً: إن هذا سيوفر عليه ما بين 6 و 8 ملايين دولار سنوياً من تكاليف التقارير.

والسؤال هو: هل يمكن للمستثمرين العمل بدون هذه القوانين؟ قبل الإجابة نبحث أولاً الطعن في قوانين الأوراق المالية.

كثيرون وخاصة الأكاديميين يعتقدون أن أسواق الأوراق المالية على كفاءة. فما معنى هذا؟ فكرة كفاءة السوق هي أن أسعار الأوراق المالية الحالية تعكس قيمتها الأساسية الصحيحة. ولفهم هذا المفهوم نأخذ هذه النقطة: يشارك ملايين الناس في أسواق الأوراق المالية. ومتوسط معتقداتهم وآرائهم على أساس المعلومات الحالية والماضية تنعكس في سعر الأوراق المالية الحالي. فمثلاً إذا كان سعر الأوراق المالية منخفضاً، وبعض الناس يعترفون بهذا، ويندفعون لشراء الأوراق المالية. وبسبب الشراء يرتفع السعر، ولا يكون أقل قيمة لمدة طويلة. وملايين المشاركين في السوق يعالجون المعلومات باستمرار، وهذا بدوره يجعل الأسواق على كفاءة. فإذا كانت السوق على كفاءة فهل تحتاج إلى قوانين SEC؟

في مضمون كفاءة السوق، إذا أخفت الشركات مثلاً حقائق أو كذبت، حينئذ فسيكشف هذا منهم السماسرة والمحللين والمديرين والعاملين والمحاسبين والدائنين والمستثمرين وحتى واضعي اللوائح بالولاية. وبهذا يكشف الغش الذي لا يمكن تجنبه بسبب سعر الأوراق المالية. كذلك فإن الشركات التي تكذب وتضبط لا يمكن أن تستمر بأي حال.

وقد حاول أحد الباحثين في وضع تقرير بشكل تجريبي لأهمية لوائح الـ SEC لأسواقنا المالية في 1964، حيث قام "جورج ستنجلر" الذي فاز بجائزة نوبل في الاقتصاد، بنشر دراسة شهيرة قارن فيها الأوراق المالية الجديدة الصادرة في العشرينيات 1920 بتلك الصادرة في الخمسينيات 1950 لتحديد ما إذا كان وجود الـ SEC قد حسن أسواق الأوراق المالية. ولم يجد فرقاً، وانتهى إلى أن لوائح SEC لم تحسن جودة أسواق الأوراق المالية، ومع هذا عارض استئذان دراسة (ستنجلر) قائلين إن غش عمليات التلاعب في

الأوراق المالية نقصت بسبب وجود الـ (SEC) وتستمر هذه المحاولات حتى اليوم. وفي سنة 1995 رداً على شكاوى مشاركي السوق بشأن التكاليف النظامية والأعباء النظامية الزائدة، شكلت (SEC) لجنة لدراسة جدوى جعلها أقل عبئاً، بالنسبة للمنشآت العامة القائمة التي تصدر الأوراق المالية، وفي 1998 أصدرت اللجنة SEC هذا الاقتراح، ولكن لم يصدر به تشريع.

كذلك لن يمكننا معرفة مدى التأكيد من أن الـ (SEC) تجعل أسواق أوراقنا المالية أفضل، ربما الأسواق تظل على كفاءة بدون (SEC). ومع هذا مجرد وجود الـ SEC يسهم في نظام السوق، ومن ثم كفاءتها.

ولننظر – مثلاً – عندما تلزم الـ SEC بإجراءات ضد الشركات العامة بالنسبة لمخالفة الإفصاح أو قوانين أخرى للأوراق المالية، فإن أسعار الأوراق المالية لهذه المنشآت تهبط لمجرد سماع الأخبار، لذلك فإن SEC على الأقل لها (أسنان) كجهة تأديبية.

مجالات مشكلة (SEC) : SEC PROBLEM AREAS

التقارير: السؤال عن كفاية التقارير السنوية والربع سنوية، إذا كانت المعلومات مفيدة، حينئذ يحتاج المستثمر لهذه التقارير بدقة وبتكرار. ونحن الآن نعيش في عالم تتيح فيه التكنولوجيا لنا الدخول على المعلومات وخاصة الحديث منها.

فلماذا لا نستفيد من هذه الميزة ؟ بالطبع تكرار التقارير بسبب صراخ الشركات التي تشكو فعلاً من تكاليف التقارير، ولكن هناك طرقاً صالحة كثيرة لمعالجة هذه المسألة. أحد الأساليب التي تحت النظر دائماً، هو أن يطلب من الشركات تقديم تقاريرها مبكراً، وبدلاً من تقديمها في خلال (90) يوماً بعد نهاية السنة المالية يمكن أن يكون خلال (60) يوماً، وبالنسبة للتقارير الربع سنوية يمكن أن تكون (30) يوماً، بدلاً من (45) يوماً، ومع هذا قد لا يكون هذا المقترح مثالياً.

نلاحظ أن تكرار التقرير قد يستمر، ولكن التوقيت يمكن أن يتحسن كذلك، كما جاء في تعليق مجلة Business Week. هذا الاقتراح يمكن أن يضيف اهتمامات حول الإسراع، ومن ثم الدقة التي تتوافق بها الشركة في تقاريرها. هناك طريقة أخرى لمعالجة المشكلة وهي إلزام الشركات بأن تكشف فوراً عن أي معلومات جوهرية يعتبرها المستثمرون مهمة. ومنذ مارس سنة 2004 تطلب sec نموذج (8-ks) أن يودع خلال (4) أيام بدلاً من (15-5) السابقة.

العقوبات: Punishment

يعتقد آخرون أن مهام (sec) قد تكون ضعيفة جداً بسبب عدم استطاعتها متابعة المحاكمات الجنائية، ونلاحظ أن sec لها سلطة اتخاذ إجراءات مدنية فقط، فإذا كانت المحاكمة الجنائية يمكن أن تكون لمرتكبي جرائم الغش والتدليس، فمن هنا ظهرت على الساحة عدم وجود السلطة الضرورية لدى Sec لأداء عملها. ومع هذا فهذه المشكلة قد لا تكون حاسمة. فإن sec يمكنها بسهولة إقناع النيابة العامة أن تتخذ إجراءات جنائية مادام هناك الدليل على جدارة الدعوى. كذلك نأخذ في الاعتبار أن محاكمة الشركة جنائياً مسألة ليست سهلة. ففي يوليو 2002 صدر في مجلة مقالة فحواها أن قوانين الأوراق المالية غامضة، والمفاهيم المالية صعبة الاستيعاب، والمسئولين لديهم العديد من الحيل للتحلل من المسئولية (مثلاً: لم أكن أعرف أن الدفاتر كانت تحايلية) لذلك في ضوء الصعوبات الحالية مع العقوبات الجنائية، فإعطاء اللجنة sec مسئولية إضافية للعقوبات الجنائية قد لا تكون لها معنى.

وتعتبر sec مسئولة عن فرض الغرامات على الشركات الخاطئة، مع فرض غرامات ثقيلة. والنقاد يقولون: عندما يخطئ الأفراد مثل المديرين التنفيذيين للشركة إذا ارتكبوا غشاً، فيجب أن يعاقبوا. ولكن المساهمين هم الذين يتحملون عبء الغرامات التي تقع على الشركات، لأن هذه الغرامات تؤخذ من أرباح الشركة. فهنا معاناة للمساهمين مرتين، الأولى عند هبوط سعر الأوراق المالية بسبب العمل الخاطئ، ومرة أخرى بالغرامة.

المعوقات والصعوبات التي تمر بها SEC:

1- تواجه SEC بعض الصعوبات في قدراتها على تمويل موظفيها ودفع مستحقاتهم. وبذلك يكون أمامها عراقيل في قدرتها على تعيين والاحتفاظ بأفضل العناصر. فنجد أن محاميها وفاحصيها تقل أجورهم عن نظرائهم في الجهات الفيدرالية الأخرى بنسبة (40%). وفي سنة 2001 وافق الكونجرس على منح الـ SEC مبالغ مالية لتدفع لمحاميها ومحاسبيها رواتب تنافسية تتناسب مع رواتب الوكالات المصرفية الحكومية الأخرى مثل الاحتياطي الفيدرالي. والزيادة في الموازنة من تحرير قانون الإصلاح المحاسبي للشركات العامة، وحماية المستثمر لسنة 2002 انتهى بأكثر من (300) مليون دولار عن الموازنة السابقة.

ولوقت طويل، كانت SEC تفرق بين أن تكون مهمة بالنسبة للمحامين الشبان الطموحين المؤهلين والمحاسبين الذين يعتمدون على خبرتهم في حصولهم على رواتب مجزية أعلى من أي مكان آخر. هؤلاء يكسبون خبرة واسماً لأنفسهم في الـ SEC، بعدئذ يعينون بنفس القانون في المنشآت التي تمثل الشركات كمكاتب المراجعة. والأفراد الذين يتعاملون مع الـ SEC حسب التقدير، فإن معدل تركهم للعمل 30%، وهو ضعف المعدل لباقي الحكومة. وفقدان المهارة يقلل قدرة الـ SEC ويقلل من متوسط خبرة العاملين فيها.

2- بسبب انخفاض معدلات الأجور، يؤدي بالفعل نقص في الأفراد. ومنذ سنة 1993 تضاعف عبء العمل في SEC ومستويات العاملين بها ساكنة، وعضو لجنة SEC سابقاً (لورا أونجر) اعترفت بأنه يوجد فقط حوالي (100) محام يقومون بمراجعة مستندات الإفصاح لـ (17.000) شركة عامة. كما قال رئيس حسابات الـ SEC أن (1) من كل (15) من التقارير السنوية تتم مراجعتها، بينما قد يكون مستحيلاً على اللجنة SEC أن تكون قادرة على تتبع وتحقيق دقيق لكل المخالفات الممكنة، فلابد من أفراد أكثر ليكونوا قادرين على تحمل عبء هذا العمل.

وفي ضوء الأزمات الأخيرة، قامت اللجنة بعمل ثلاثة أضعاف عدد اختبارات عمليات الاختيارات، ومع هذا فلن يستطيع الفريق الحالي بها أن يظل إلى الأبد. ولحسن الحظ، فإن سنة 2002 عن إصلاح محاسبة الشركة العامة وحماية المستثمر، أعطى اللجنة SEC سلطة تعيين مئات أكثر من الأفراد.

دروس مستفادة:

آرثر ليفيت (لقد قلت لك هذا): Arthur Levitt's "I told yoy so"

كان "آرثر ليفيت" يعمل رئيساً لمجلس إدارة SEC من سنة 1993 حتى سنة 2001 وكان دائماً محل انتقاد رجال الأعمال، والشركات الأمريكية، ومهنة المحاسبة، كلهم يهاجمونه. ولهذا فإن عدد Business Week الصادر في سبتمبر سنة 2000 وصفت ليفيت بأنه "المستثمر البطل".

كان "ليفيت" معروفاً بأنه منظم حاد الرأي كانت انتصاراته شملت لوم الاتحاد القومي لمتعاملي الأوراق المالية، عن ممارسات التسعير التواطؤية، وهذا ما ترتب عليه أن متعاملي NASDAQ دفعوا أكثر من بليون دولار لتسوية القضية. كذلك كان ليفيت أول من تبنى الأخذ بلائحة الإفصاح العادل الذي وضع حداً لرشوة المديرين للمحللين. وفي حديث شهير له في جامعة نيويورك في 28 سبتمبر سنة 1998 قال: (إني أعمل على وضع نهاية للتلاعب بالأرقام).

وقد شعر بأن مديري الشركات ومراجعيها ومحلليها شاركوا في عملية إدارة المكاسب، مستخدمين حيلاً متنوعة "اسمها الغمز واللمز" nods & winks لتلبية تقديرات المكاسب، كل هذا على حساب الجودة العالية للإفصاح الكامل. وشعر بأن هذه اللعبة يجب أن تتوقف، والمحاسبون في حاجة إلى جعل الأرقام أكثر اعتمادية وأن تكون لديهم الثقة لاستثمار الجمهور.

وشعر "ليفيت" بقوة أن إحدى طرق تطهير مهنة المحاسبة – في أواخر التسعينيات 1990 – هي العمل على فصل دور المحاسب عن دور المراجع والاستشاري لنفس الشركة. وقد شعر ليفيت بأن هذا الدور قبل الفصل كان يمثل تعارضاً ضخماً للمصالح. وكانت هناك أصوات من شركات أمريكية ادعت أن المحاسبين يستثمرون الوضع الأفضل لهم ولمراجعيهم.

وبعد أقل من سنتين في 27 يونيو سنة 2000 وافقت اللجنة SEC بالإجماع على إصدار اقتراح (Levitt). وفي النهاية لم يوافق الكونجرس على الاقتراح وبعد سنتين كذلك مرر الكونجرس معظم مقترحات (Levitt) في قانون Sarbanes Oxley سنة 2002.

وقال السيناتور (روبرت توريسيلي) ديمقراطي عن نيو جيرسي لليفيت: لقد كنا مخطئين وكنت أنت على حق.

المنظور الدولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

بعقد مقارنات دولية بالنسبة لأهمية لوائح الأوراق المالية، تبين أهمية الـ SEC، وخاصة بالنسبة للدول التي لديها لوائح قوية للأوراق المالية. وفي دراستين أكاديميتين لفحص جودة قوانين الأوراق المالية في (49) دولة، وضعوا مؤشرين عريضين:

الأول: قدروا قوة منظم الأوراق المالية العامة (أي: مؤسسة مثل SEC US) بقياس استقلال واضح النظم (أي: هل هم أحرار من التدخل السياسي أم لا ؟ وما إذا كانوا يركزون أولاً على أسواق الأوراق المالية وقدرتهم على إصدار القواعد، وقدرتهم على التحقيق فيما قد يحدث من مخالفات، وقدرتهم على فرض عقوبات على المخالفين. وعلى أساس هذه المعايير، وضعوا مؤشراً سموه index (مؤشر الإلزام العام).

الثاني: قاموا بتقدير جودة الإفصاح في الدولة (ماذا وراء إصدارات أوراق مالية جديدة، ومعلومات عن المقابل، ومعلومات عن هيكل الملكية..الخ) والعبء النسبي للإثبات المطلوب بواسطة المستثمرين الراغبين في عقاب المنشآت، خاصة عن إغفال المعلومات الجوهرية عن النشر)، وعلى أساس هذين المعيارين وضعوا مؤشراً سموه (مؤشر الإلزام الخاص).

ووجدوا أن جودة الدول في الإلزام العام غير متعلق بتطور سوق الأوراق المالية. بل على العكس، فالدول التي فيها الإلزام الخاص أقوى من الإلزام العام. ونتائجهم تقول إن قوانين الأوراق المالية مهمة، ولكن ربما تحتاج إلى وقت وجهد كبيرين لاستكمالها. وفي دراسة أخرى استخدمت فيها معايير مختلفة لقياس جودة قوانين الأوراق المالية، وجد أنه عندما تكون جودة القانون عالية، تتمتع الدولة بتكلفة أقل لرأس المال، وسيولة أكبر للأوراق المالية، وسعر سوق أعلى كفاءة. وهذه الدراسة الأخيرة تقول إن قوانين الأوراق المالية مفيدة.

جودة واضع اللوائح وقوانين الأوراق المالية :

QUALITY OF REGULATOR AND SECURITIES LAWS

دول بها أفضل وأسوأ إلزام عام :

أفضل إلزام عام	أسوأ إلزام عام
استراليا	النمسا
هونج كونج	بلجيكا
سنغافورة	اليابان
U.S.	سويسرا
أفضل إلزام خاص	**أسوأ إلزام خاص**
كندا	النمسا
الفلبين	أكوادور
سنغافورة	أوروجواي
U.S.	فنزويلا

ملخص SUMMARY

الوظيفة الرئيسية للـــ SEC هي الإشراف على قوانين الأوراق المالية الفيدرالية، التي ألزمت الشركات العامة أن تخبر الجمهور عن نفسها وعملها بأمانة. كذلك تراجع الـــ SEC المستندات المودعة طبقاً للقوانين، وتحقق في المخالفات الممكنة لهذه القوانين.

لذلك، فإن SEC فاحص مهم للشركة، وهذا العمل هو وظيفتها المعينة لها بوضوح. ويبدو SEC أنها قوية وراصد فعال، ولكنها واجهت بعض المشكلات في أداء واجباتها، وقد تكون مثقلة بأعمال فوق طاقتها وقلة تمويلها وأفرادها وضعف مصادر تمويلها، وضعف رواتب أفرادها، والقدرة المهنية على معاقبة المخطئين، وليست لها سلطات جنائية، وهذا يؤدي إلى التركيز على فرض غرامات ضد الشركات، حيث المديرين التنفيذيين الذين اتهموا بارتكاب الغش. وفي النهاية، يتحمل المساهمون نتيجة هذه الأخطاء، ويعطي قانون قوة أكثر للـــ SEC.

الفصل العاشر

قواعد جديدة للحوكمة

(قانون أوكسلي وساربنيز)

New Governance Rules

مع إصدار قانون Sarbanes Oxley سنة 2002، أصبح بلا منازع، هو القانون الفيدرالي الأكبر دراميًا فيما يتصل بحوكمة الشركة، منذ صدور القوانين الأولية في الثلاثينيات عن الأوراق المالية. كذلك لاحظ الاقتصاديون والسياسيون في (US) غالبًا ما تستجيب للتشريعات الجديدة عندما يكون الرأي العام عن الأعمال هابطاً. في هذه الحالة، شعر المشرعون كذلك بالضغط السياسي المهم للاستجابة السريعة لأزمة ثقة المستثمر. ومع هذا، فالعمل السريع يمكن غالباً أن يكون على حساب العمل الحريص فكرياً ومنطقياً. وبناء على ما سبق، يتناول هذا الفصل أولاً فكرة عامة، ثم مناقشة قانون (Sarbanes-Oxley)، ثم التعرض لفكرة عامة على الـ Nyse الجديدة و Nasdaq لقواعد حركة الشركة المفروضة على المنشآت المسجلة، مع تاريخ مختصر عن التوثيق، وكيف أن ظروف السوق تؤدي إلى تقوية وإضعاف لوائح الأوراق المالية (US)، ثم ينتهي الفصل بتصوير كيف أن الاتجاه نحو زيادة معايير حوكمة الشركة اتجاه عالمي عام.

قانون أوكسلي وساربنيز لسنة 2002:

SARBANES-OXLEY ACT OF 2002

هو مشروع قانون قدمه السيناتور الديمقراطي (بول ساربنيز) ورجل الكونجرس الجمهوري (منجانل أوكسلي) ووقعه الرئيس جورج w بوش كقانون في 30 يوليو سنة 2002. وقد أنشأ القانون جهازًا جديدًا للإشراف وتنظيم المراجعين، وأوجد قوانين خاصة بمسئولية الشركة، وزاد من العقوبات عن جرائم ذوي الياقات البيضاء. والمحاور التالية تصف كل

مجلس الإشراف على محاسبة الشركات العامة:
Public Company Accounting Oversight Board

يعمل هذا المجلس على الإشراف على عملية المراجعة للشركات العامة من أجل تحسين دقة تقارير المراجعة، ويعمل المجلس تحت تقدير الـ sec وواجباته هي:

1- تسجيل المنشآت المحاسبية العامة.
2- وضع أو الأخذ برقابة جودة المراجعة والأخلاقيات والاستغلال والمعايير الأخرى.
3- إجراء تفتيش على المنشآت العامة.
4- إجراء تحقيقات، وأخذ إجراءات تأديبية، وعقوبات على المنشآت المحاسبية إذا كان هذا مبرراً.
5- ترويج معايير مهنة عالية، وتحسين جودة خدمات المراجعة.
6- تقوية التطابق مع قواعد المجلس والمعايير المهنية، وقوانين الأوراق المالية بالنسبة للمراجعة.
7- الإشراف على الموازنة وإدارة عمليات المجلس.

والأعضاء الخمسة للمجلس يعينون كل الوقت بواسطة المجلس، ويجب أن يكونوا مستقلين عن منشآت المحاسبة العامة (فقط عضوان من المجلس يمكن أن يكونا (CPA).

مسئولية الشركة: Corporate Responsibility

يعمل قانون Sarbanes-Oxley على زيادة قدرة الرصد، ومسئوليات مجالس الإدارة، وتحسين الجدارة - **وبصفة خاصة يعمل القانون على ما يلي:**

1- جعل لجنة المراجعة لمجلس الإدارة أكثر استقلالاً عن الإدارة، وأكثر مسئولية عن التعيين والإشراف على خدمات المراجعة، وعملية شكاوى المحاسبة.
2- إلزام الـ CFOS-CEOS باعتماد سلامة القوائم المالية الموزعة مع الـ SEC .
3- اعتبار عدم الشرعية أو التضليل أو القهر أو التأثير الاحتيالي مسئولية المحاسب المرتبط بخدمات المراجعة.

4- إلزام المديرين التنفيذيين للمنشأة بأن يمنعوا أي ربح من البوانص أو مبيعات الأوراق المالية نتيجة المكاسب التي في حاجة إلى إعادة صياغة نتيجة سوء السلوك.
5- منع المديرين التنفيذيين من إجراء صفقات أوراق مالية خلال الوقت، حيث خطة معاشات العاملين تمنع صفقات الأوراق المالية.

الإفصاحات المالية المعززة: Enhanced Financial Disclosures

يحاول القانون الجديد جعل الأعمال التنفيذية أكثر شفافية للمساهمين، خاصة أن القانون جاء بما يلي:

1- يتطلب الإفصاح عن الصفقات خارج الميزانية العمومية تصحيحات في التقارير المحددة بواسطة المراجعين.
2- تقليل الوقت اللازم للتقرير عن الأوراق المالية للشركة (وحقوق الملكية الأخرى) إلى يومين.
3- منع إقراض الأموال بواسطة الشركات العامة إلى المديرين التنفيذيين إلا فيما يتعلق بالقروض المنزلية.
4- يتطلب زيادة الرقابة المالية الداخلية والمراجعة بواسطة مجلس الإدارة.
5- تشجيع وجود ميثاق أخلاقي لكبار المسئولين بالشركة، والتقرير عن التغيرات والإعفاءات.
6- يتطلب وجود خبير مالي بلجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة.

تعارض مصالح المحللين: Analysts Conflicts of Interests

عرضنا بالتفصيل، دور محللي الأوراق المالية، وفشلهم في رصد الشركة (في الفصل الخامس، والاعتراف بهذا الفشل طبقاً لما جاء بقوانين للـ SEC لوضع قواعد للتأكيد من أن المحللين منفصلون عن الأنشطة المصرفية الاستثمارية، وأن أي تعارض للمصالح يفصح عنه كاملاً.

موارد وسلطة SEC: SEC Resources and Authority

أحد القيود التي كانت على sec على مدى سنين، هو أن المنظمة صغيرة بالنسبة للصناعة التي تنظمها. إن sec تنظم عشرات الآلاف من الشركات العامة، وبنوك الاستثمار، والمراجعين، والمشاركين الآخرين في الاستثمار في

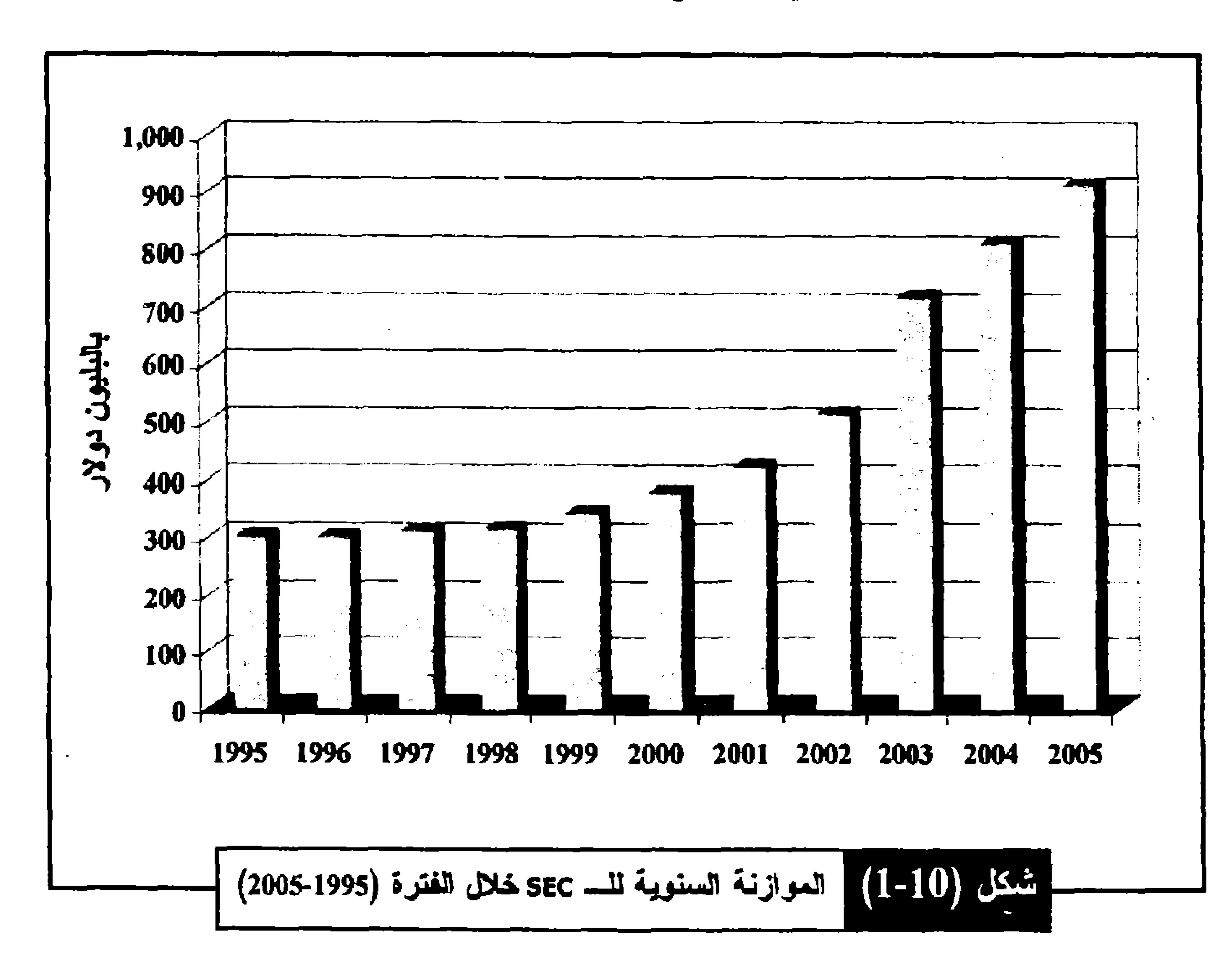
الأوراق المالية وأسواق السندات. وحتى يمكن مساعدة الـ sec في التوسع في رصدها ورفع قدرتها على التحقيقات، فإن القانون خصص أموالاً أكثر كلجنة sec، وأمر بتعيين على الأقل (200) عامـل إضـافي أكثـر مـن العـاملين الموجودين.

الشركة والغش الجنائي والمسئولية والعقوبات:

Corporate and Criminal Fraud, Accountability, and Penalties

لجعل تجريم السلوك الجنائي للمديرين التنفيذيين أكثر وضـوحاً فـي المستقبل، فإن القانون الجديد يضع تعريفاً جديدًا أو معدلاً للسلوكيات الجنائية وزيادة العقوبات.

فمثلاً، أي تلاعب أو كذب في المستندات، يمكن أن يعاقب عليه بغرامة أو سجن يصل إلى عشر سنوات. والتلاعب في المستندات في مواد المراجعة يعاقب عليه بغرامة أو سجن يصل إلى خمس سنوات. والتشريع للقيود عـن غش الأوراق المالية تغيرت إلى سنتين بعد اكتشاف الوقائع أو خمس سنوات بعد المخالفة. والشكل التالي يوضح موازنة CES حتى عام 2005.



شكل (1-10) الموازنة السنوية للـ SEC خلال الفترة (1995-2005)

كما يحمي المشروع المستخدم الذي يشهد على واقعة التلاعب أو الغش في المستندات والعقوبات عن ارتكاب جرائم ذوي الياقات البيضاء، فـزادت عموماً من خمس سنوات كحد أقصى إلى (20) سنة سجناً في معظم الحالات، وبينما هذا يتصل فقط بالحد الأقصى للحكم، فإن توجيهات الأحكام الفيدرالية عدلت هي الأخرى. أي أن: القصد هو زيادة المتوسط الفعلـي لـسجن ذوي الياقات البيضاء، ورؤساء مجالس الإدارات المطلوب منهم أن يعتمدوا صحة القوائم المالية. فإذا هم خالفوا متعمدين سلامة الإفصاحات يمكن أن يغرمـوا حتى (1) مليون دولار والسجن حتى (10) سنوات.

فعالية القانون من عدمه: WILL THE ACT BE BENEFICIAL?

نلاحظ أن القانون يتناول كثيرًا من المشكلات، منهـا مـشكلات مـع المراجعة، ومجالس الإدارة، وسـلوك المـديرين التنفيـذيين، والـ SEC، والمحللين. ومع هذا قد يكون من العدل القول بـأن الدارسـين القـانونيين والمديرين التنفيذيين في الشركات - وبدرجة أقل كبار المساهمين - كـانوا غير راضين تماماً عن القانون. وعموماً يـرى الدارسـون القـانونيون أن القانون إما أنه في غير موضعه، أو متكرر مع القوانين الحالية.

فمثلاً: بعيدًا عن إعطاء قروض للمديرين التنفيذيين يقولون إن القانون المذكور متطابق مع قواعد الحوكمة، ويقول كثيرون إن التوافق مع القـانون عبء ثقيل ومكلف. فتقرر الشركات أن متوسط مصروفات تنفيـذ القـانون كانت (5.1) مليون دولار، وأن متوسط التكاليف السنوية المستمرة للتوافـق (3.7) مليون دولار. ومع هذا فإن هناك بعض الوقت قبل تحديد نجاح أو فشل القانون. وما جعل الحكم على كفاءة القانون أمرًا صعباً، أننا لا نعـرف كـم مقدار الغش الذي كان يرتكب، لو لم يصدر القانون، ولا نحن قادرون علـى أن ننسب بسهولة أي زيادة في ثقة المستثمرين مباشرة إلـى صـدور هـذا القانون. وهذه النقطة الأخيرة محل جدل، حيث إن المنشآت تعرف بـالتحقق تكلفة تنفيذه والتوافق معه، ولكنها لا تعرف معرفة يعتمد عليها افتـراض أي زيادة في قيمة المنشأة نتيجة صدور هذا القانون. ولهذا الـسبب، فالقـانون سيستمر موضوعاً للجدل لعدة سنوات.

تغيرات لائحية أخرى: OTHER REGULATORY CHANGES

في سنة 2002، في ضوء فضائح المحاسبة المتزايدة، دعا رئيس مجلس الـ SEC كلاً من بورصة الأوراق المالية في نيويورك، وسوق الأوراق المالية Nasdao إلى اتخاذ نظرة جديدة بالنسبة لمعايير القيد لحوكمة الشركة، وكانت الأسواق المالية في تحديات واسعة، مما دعت الحاجة إلى وجود معايير لعلاج الأزمة في ثقة المستثمر. ولأن معايير جديدة لحوكمة الشركة ظهرت في نفس وقت صدور قانون Sarbanes - Oxley وكانت محل جدال، فلا عجب أن جاءت هذه المعايير بقواعد جديدة مماثلة لما في القانون. ومع هذا، هناك فروق قليلة تعكس الأنواع المميزة للمنشآت المسجلة في البورصتين في نوفمبر سنة 2003 وافقت الـ SEC على تغيرات Nyse وNasdaq في معايير التسجيل.

بورصة نيويورك للأوراق المالية: The New York Stock Exchange

يمكن لهذه البورصة أن تفرض قواعد (Nyse) على المنشآت المسجلة بها فقط، أي أن قواعدها لا تسري على المنشآت غير المسجلة، ولا يمكنها فرض قواعد على أعضاء آخرين من مجتمع الأعمال كالمراجعين والمحللين الماليين. وهنا نركز على القواعد التي كان مأمورًا بها بواسطة Nyse، والتي لم يأخذ بها القانون، ونجد أن معظم قواعد حوكمة الشركة الجديدة مع Nyse لها صلة بالهيكل والوظيفة والحوافز لمجلس إدارة هذه الشركة، وألزمت Nyse الشركات بأن تكون لها أغلبية من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، فالمدير لا يكون مستقلاً إذا كان يعمل بالشركة أو قام بمراجعتها خلال خمس سنوات ماضية. وأعضاء المجلس غير التنفيذيين بالشركة يجب أن يجتمعوا بانتظام بدون حضور أعضاء مجلس الإدارة.

كذلك وضعت لـ Nyse وظائف محددة للمجلس. فمثل لجنة التعيينات بالمجلس، يجب أن تكون مشكلة كلها من مديرين مستقلين، وتؤدي واجبات معينة، وهذا صحيح كذلك مع لجنة التعويضات (الأجور) وإلا فإن المديرين التنفيذيين سيكون لهم تأثير غير قانوني على أجورهم أنفسهم، ولجنة المراجعة يجب كذلك أن تكون مستقلة. ومع هذا فأعضاء هذه اللجنة تكون

لهم سلطة أكبر، ومسئولية زائدة في مراجعة الشركة من عدمه. وللقيام بهذه المسئولية الموسعة فإن أعضاء لجنة المراجعة لابد أن تكون لديهم الخبرة الضرورية، والحنكة في الأمور المالية والمحاسبية. وللمساعدة في الاحتفاظ باستقلال لجنة المراجعة من أعضاء المجلس، فلا ينبغي أن يحصلوا من الشركة على غير أتعابهم المعتادة كعضو مجلس إدارة، خاصة أتعاب الاستشارات. وأخيرًا – فإن Nyse تتطلب أن يوافق المساهمون على خطط أجور المديرين التنفيذيين، على أساس حصص ملكيته. بمعنى أن يكون للمساهمين صوت فيما إذا كان الـ (CEO) يحصل على عدد معين من الأوراق المالية كخيار. هذه القواعد توجد شفافية أكثر، لأن كل مساهم يتلقى بياناً يفصل فيه اقتراح هذه الأجور.

سوق الأوراق المالية (Nasdaq): Nasdaq Stock Market

المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية Nasdaq، تميل لأن تكون أصغر في المتوسط عن تلك المسجلة على (Nyse). كما أن الـ Nasdaq تسجل نسبة أكبر من الشركات في صناعة التكنولوچيا عن (Nyse). لذلك فإن Nasdaq أخذت بنفس القواعد التي تأخذها Nyse، ولكن مع بعض فروق بهدف الاستخدام الأفضل لتسجيل المنشآت.

فمثلاً: المنشآت الأصغر غالباً ما يكون عدد أعضاء المجلس أقل. وقانون Sarbanes Oxley وقواعد Nyse الجديدة تساند أعضاء المجلس المستقلين وتعطيهم مسئولية. ومع هذا فالتطبيق قد يزيد على طاقة العدد الصغير للمدربين المستقلين العاملين في الشركات. فإذا كان المجلس به فقط (7) أعضاء منهم (4) مستقلون لازمون لإيجاد المجلس ذي الأغلبية المستقلة. ومع هذا فوجود أربعة فقط من المستقلين يجعل من الصعب وجود لجان مستقلة للأجور والتعيينات والمراجعة. لذلك فبدلاً من وجود قاعدة لجنة أجور مستقلة حتى توافق على أجر المدير التنفيذي، فالبديل أن المديرين المستقلين يمكن أن يوافقوا على الأجر مباشرة (بدون أن يكونوا جميعاً أعضاء في لجنة الأجور).

وبينما يتطلب Nyse أن المساهمين يوافقون على خطط منح المديرين التنفيذيين حصصاً في الأوراق المالية ضمن الأجر، فإن Nasdaq تعرف أن

عرض خيارات للأغراض للعاملين الجدد شائع وممارسة مهمة في قطاع التكنولوجيا. وقواعد Nasdaq تتيح لهذه العروض للمستخدمين الجدد بدون موافقة المساهمين إذا هم وافقوا بأغلبية المديرين المستقلين، وأفصح عن ذلك بشكل صحيح.

فقط المنشآت المسجلة على Nasdaq يمكنها أن تطلب التخلي عن قواعد حوكمة الشركة التي قد تكون على عكس قواعد الدولة الأم أو ممارسة الأعمال. في تلك الحالات عندما يكون التخلي مناسباً يجب الإفصاح عنه في التقارير السنوية للـ SEC.

دروس مستفادة:

ضعف بعض حمايات المستثمر: Causes of Securities Regulations
نلاحظ أن قوانين الاستثمار في الأوراق المالية تأتي نتيجة لوجود مشكلات في حوكمة الشركات. فنجد قانون شركات الاستثمار والمستثمرين الصادر سنة 1940 جاء نتيجة مشكلات في سوق الأوراق المالية والتي مر بها السوق من 1920 وحتى 1934 وهذه الفترة هبطت فيها الأوراق المالية بنسبة 25% كما أن إنشاء هيئة حماية مستثمري الأوراق المالية سنة 1970 جاء نتيجة الكساد الذي حل في 1960 حيث هبطت أسعار الأوراق المالية إلى 30%. وقوانين حماية المستثمر كذلك عقب كساد السوق في أوائل السبعينيات 1970. نلاحظ أن إصدار قوانين سنة 1988 عقب هبوط السوق مباشرة في 19 أكتوبر 1987 وفي سنة 2002 قانون إصلاح محاسبة الشركات العامة وحماية المستثمر عقب الفضائح الحديثة والهبوط الحاد في سوق الأوراق المالية في سنة 2000، 2001. كذلك: كانت قوانين الأوراق المالية في الغالب منتهية خلال الأوقات، حيث القوة الاقتصادية وصعود سوق الأوراق المالية. وفي العشرينيات (1920) والتسعينيات (1990) كان هناك وجه للتشابه، فكلا العقدين مر بتوسع قوي اقتصادي وصعود قوي للأسواق. وفي المنتصف (أو قرب النهاية) كانت الإثارة حول الأوراق المالية خلال كل من هذه الفترات والحكومة أضعف قوانينها التي كانت تحمي المستثمر. ومما هو جدير بالذكر أنه في سنة 1927 كانت سوق الأوراق المالية تتجه نحو نهاية صعود السوق الذي زادت القيمة بأكثر من 200% وكانت هناك شركات كثيرة جديدة تقوم بالـ (IPO) التي لم تكن ثابتة بعد بدرجة كافية، لأن تعرض على المستثمرين الوضع الحقيقي لحالة السوق، والمستثمرون لم يكونوا مهتمين، واندفعوا إلى الصعود، والبنوك التجارية كانت ممنوعة من

الدخول في أنشطة البنوك الاستثمارية للمساهمة في مصروفات رعاية وضمان الـ (IPO)، فعملت الحكومة على أن تغير القواعد، ونجحوا في ذلك. وبدأت البنوك التجارية تساعد الشركات في إصدار الأوراق المالية مثل (IPO). وللأسف كانت أفول سوق الأوراق المالية مضطربة سنة 1929 وتم ترك البنوك التجارية وهي في حالة خسارة كبيرة أضرت بودائع الناس بالبنوك. وقد أدى هذا بطبيعة الحال إلى صدور قانون سنة 1933 الخاص بالأعمال المصرفية.

ولنبدأ في تناول التغيرات الثلاثة التي أثرت على قدرة المستفيدين في سوق الأوراق المالية. في 1990 صدر قانون إصلاح منازعات الأوراق المالية الذي حد من قدرة المستثمرين على مقاضاة الشركات ومديريها التنفيذيين عن التعويضات المستحقة بسبب الغش في المحاكم الفيدرالية. هذا القانون صدر في منتصف الصعود القوي للسوق الذي زاد قيمة المتوسط الصناعي (لداوجونز) 60% وتبعه بعد ثلاث سنوات بقانون مماثل يطبق على محاكم الولاية. ربما ما يهم هو صدور قانون تحديث الخدمات المالية في سنة 1999 الذي يتيح للبنوك التجارية المشاركة مع بنوك الاستثمار مرة أخرى مثل الامتيازات الأجنبية في سنة 1927.

بينما قد يبدو طبيعياً صدور قوانين تثبيت الأزمة السيئة، وقوانين ضعيفة للتمتع بالأوقات الحسنة. هل هذه السياسة لها معنى؟ قد يمكن القول إن لوائح الأوراق المالية وقوانينها يجب أن تحمي المستثمرين بدون نظر إلى الظروف الاقتصادية وسوق الأوراق المالية. فإذا كان قانون (Sarbanes-Oxley) قد جاء فقط كرد فعل لأوقات رديئة، حينئذ فإن فاعليته للأجل الطويل تكون محل تساؤل، خاصة إذا كان هناك فرض لأن بعض أجزائه سوف تتغير في المستقبل خلال ازدياد نمو السوق وتراخي لوائح الأوراق المالية خلال صعود السوق قد يؤدي إلى خداع في السوق وإن حدث هذا سيتبع هذا ركود بلا شك. وهذا يمكن أن يؤدي إلى فضائح أكثر وقوانين أكثر لحماية المستثمر. لذلك فقوانين الأوراق المالية دائرية CYCLICAL فهل تعمل في إطار دائري من خلال دورة مالية معينة؟ ولكن هل هذا العمل في هذا الإطار جيد أم لا؟ هذا ما سوف نتعرف عليه في الأوراق القادمة.

القوانين الرئيسية التي وجدت لحماية المستثمرين:

MAJOR LAWS CREATED TO OROTECT INVESTORS

القانون	الغرض	الأحداث السابقة للقانون
1933 – 1934 – قانون البنوك (قانون الـ Steaga - Glass وقانون بورصات الأوراق المالية).	فصل البنوك التجارية والاستثمارية وإنشاء Sec كمشروع للسوق.	فضائح مجتمع الشركات والاستثمار وسوق الأوراق المالية سنة 1929 ومتابعة الأسواق.

1940- قانون شركة الاستثمار.	تنظيم شركات ومستشاري الاستثمار.	هبوط السوق 25% من أكتوبر 1939 إلى مايو سنة 1940.
قانون مستشاري الاستثمار 1970 (قانون حماية مستثمر الأوراق المالية).	إنشاء هيئة حماية مستثمر الأوراق المالية والتأمين ضد تلاعب السماسرة.	هبوط السوق في سوق الأوراق المالية بنسبة 30% من ابريل 1969 إلى نوفمبر 1970.
1974 قانون تأمين دخل تقاعد العاملين.	تنظيم صناديق المعاشات.	ارتباك كبير في سوق الأوراق المالية من ديسمبر سنة 1972 حتى سبتمبر سنة 1974.
1988- قانون التلاعب وغش الأوراق المالية والإلزام.	زيادة العقوبات والمسئوليات بالنسبة للتلاعب والأنشطة التحايلية.	هبوط سوق الأوراق المالية لسنة 1987.
2002- قانون إصلاح محاسبة الشركات العامة وحماية المستثمر.	زيادة تنظيم المراجعين وزيادة العقوبات لجرائم ذوي الياقات البيضاء وإيجاد قوانين تحديد غش الشركات.	فضائح الشركات ومجتمع الاستثمار و2.5 نسبة هبوط في السوق.
1927- سياسة الجهة الحكومية بإتاحة إصدار أوراق مالية للبنوك التجارية.	إتاحة الفرصة للبنوك التجارية للعمل في أنشطة بنوك الاستثمار.	ارتفاع سوق الأوراق المالية فوق 200% من 1925-1928.
1990- قانون إصلاح منازعات الأوراق المالية الخاصة.	نقد القدرة والأضرار المتاحة للمستثمرين الذين يقاضون غش الشركات.	ارتفاع ملحوظ في سوق الأوراق المالية.
1998- قانون معايير موحد لمنازعات الأوراق المالية.	منع المدعين من رفع قضايا الأوراق المالية في محاكم الولاية.	زيادة (داو) 125% من 1996 إلى جونز.
1999- قانون تحديث الخدمات المالية.	يبيح توحيد أنشطة البنوك التجارية والاستثمارية.	زيادة (داو) 125% من 1996 إلى 1999.

المنظور الدولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVE

كانت أخبار فضائح الشركات تتصدر الصفحات في جرائد us، وكان الكونجرس يناقش (Sarbanes-Oxley) والدول في كل العالم تفحص سياستها في حوكمة الشركة. هذه الأفعال كانت كذلك مدفوعة بفضائحها للشركات مثل Royal Ahold في هولندا وParmalat في إيطاليا، ومجموعة Daewoo في كوريا الجنوبية وVivendi Universal في فرنسا وAdecco في سويسرا وهذا قليل من كثير مرت به الشركات في معظم بلدان العالم.

بيان بنتائج هذه الجهود في مختلف الدول:
WORLDWIDE FOCUS ON CORPORATE GOVERNANCE

تركيز كل العالم على حوكمة الشركة :

الدولة	قانون أو توصية	التاريخ
استراليا	مبادئ حوكمة الشركة الجيدة وتوصيات لأحسن الممارسات	مارس 2003
النمسا	الكود النمساوي لحوكمة الشركة	نوفمبر 2002 وما حدث في أبريل سنة 2005
بلجيكا	الكود البلجيكي لحوكمة الشركة	ديسمبر سنة 2004
البرازيل	كود أفضل ممارسات حوكمة الشركة	مارس سنة 2004
كندا	السياسة القومية 201/58 إرشادات حوكمة الشركة	ديسمبر سنة 2003
الصين	كود حوكمة الشركة للشركات المسجلة في الصين	يناير سنة 2001
الدانمارك	توصيات معدلة لحوكمة الشركة في الدنمارك	أغسطس سنة 2005
فنلندا	توصيات حوكمة الشركة للشركات المسجلة	ديسمبر سنة 2003
فرنسا	حوكمة الشركة للشركات المسجلة	أكتوبر سنة 2003
ألمانيا	الكود الألماني لحوكمة الشركة (كود كروم)	فبراير سنة 2002 معدل في مايو سنة 2003
اليونان	مبادئ حوكمة الشركة	يوليو سنة 2001
هونج كونج	كود هونج كونج عن حوكمة الشركة	نوفمبر سنة 2004
إيطاليا	كود حوكمة الشركة	يوليو سنة 2002
اليابان	مبادئ حوكمة الشركة للشركات المسجلة	أبريل سنة 2004
هولندا	الكود الهولندي لحوكمة الشركة	ديسمبر سنة 2003
النرويج	الكود النرويجي لممارسة حوكمة الشركة	ديسمبر سنة 2004

البرتغال	توصيات عن حوكمة الشركة	نوفمبر سنة 2003
روسيا	الكود الروسي لسلوك الشركة	أبريل سنة 2002
كوريا الجنوبية	كود أفضل الممارسات لحوكمة الشركة	سبتمبر سنة 1999
السويد	الكود السويدي لحوكمة الشركة (تقرير مجموعة الكود)	ديسمبر سنة 2004
سويسرا	الكود السويسري لأفضل ممارسات حوكمة الشركة	يونيو سنة 2002
تايوان	مبادئ أفضل ممارسات حوكمة الشركة في تايوان	2002
تايلاند	كود أفضل الممارسات لمديري الشركات المسجلة	أكتوبر سنة 2002
تركيا	مبادئ حوكمة الشركة	يونيو سنة 2003
المملكة المتحدة	الكود الموحد لحوكمة الشركة	يوليو سنة 2003

وفي (US) قوانين الأوراق المالية أعدتها الشعبة التشريعية للحكومة، وتُرك الإلزام للـ SEC، ويمكن كذلك وضع قواعد بواسطة المنظمات الخاصة مثل الـ (Nyse) والـ (Daq - Nas)، والقوانين التي صدرت عن الحكومات يمكن الإلزام بها بالعقوبات من خلال العقوبات الجنائية والغرامات المالية. ومع هذا فمعظم الدول لم تضع رسمياً أحكاماً تفصيلية لحوكمة الشركة في القانون ذاته. والوضع القانوني لمواثيق الحوكمة يتفاوت كثيرًا بين الدول.

وفي عديد من الدول الأوروبية، نجد أن المواثيق لها وضع بعض التوصيات التي تصوغها الاتحادات المهنية والأكاديمية دون دعم صريح من الحكومة (مثل: إيطاليا وفرنسا). وتنفيذ هذه المواثيق اختياري والإلزام بها يقدم على التقدير من جانب قوى السوق. وفي بعض الحالات يكون الإلزام على أساس قواعد اتحاد الأعمال المؤيد للكود.

وأحياناً هذه الجهات الخاصة واللجان يتم دعمها من الحكومة. ففي هولندا وألمانيا نجد أن المواثيق الموصى بها صارت كقانون واقعي عندما

أشارت إليها الحكومة صراحة، ومن ثم ألحقت بها آثارًا قانونية، والجدل في هذه الدول ركز على علاجات وعقوبات للإلزام بالكود، والآثار التبعية المترتبة على منهجية القانون العام والخاص، والتي لا تزال محل جدل. وفى دول أخرى نجد أن حوكمة الشركة يتم وضعها من قبل بورصة الأوراق المالية. وفي هذه الحالات قد يأخذ الميثاق شكل التوصيات أو حتى قد يصاغ كشرط للتسجيل، وفي حالة uk فالكود الموحد ينطبق على الشركات المسجلة فقط.

ملخص SUMMARY

استجابة للرد على حالة فضائح الشركات ومجتمع الاستثمار خلال سنتي 2000 ، 2001 استجابت حكومة US بإصدار قانون (Sarbanes-oxley) سنة 2002. وهذا القانون يضع هيئة لا تهدف إلى تحقيق الربح للإشراف على مراجعة الشركات العامة في محاولة لضمان استقلال المراجع، ومحاولة لزيادة القدرة على الرصد والمسئوليات لمجلس الإدارة، ومحاولة لجعل الأعمال التنفيذية أكثر شفافية للمساهمين، ومهام Sec لوضع قواعد التأكيد من أن المحللين منفصلون عن أنشطة البنوك الاستثمارية، وكذلك زيادة تمويل للـ Sec. وبفضل التعاريف الجديدة أو المعدلة للسلوكيات الجنائية وتشديد العقوبات. فهل يكون القانون نافعاً؟ الوقت هو الذي يقول لنا الرد. ومع هذا هناك أكاديميون قانونيون ومديرون تنفيذيون وحتى كبار المساهمين لايزالون ينتقدون هذا القانون.

ونجد أن هناك تغييرات لائحية جديدة حدثت في سنة 2002، حيث وضعت كل من Nyse وNasdaq واتخذت معايير للتسجيل لتصحح أزمة ثقة المستثمرين. ومعظم قواعد حوكمة الشركة للـ Nyse تتناول الهيكل والوظيفة وحوافز مجلس الإدارة. وNasdaq اتخذت قواعد بنفس الإلزام مثل تلك التي أخذت بها Nyse.

وعموماً بالنسبة لحوكمة us للاستجابة للوائح جديـــدة أكثـــر إحكامـــاً للأوراق المالية خلال وبعـــد هبوط الأسعار أو فتـــرات الفضائح. وصدور قانون Sarbanes - Oxley يعد مثالاً حياً على ذلك.

الفصل الحادي عشر

المسئولية الاجتماعية للشركة

(غياب البعد الاجتماعي المؤسسي)

Corporate Citizenship

ناقشت الفصول السابقة حوكمة الشركة من منظور نظرية الوكالة، وكما جاء في الفصل الأول، أن نظرية الوكالة تركز على الفصل بين الملكية والرقابة. فالمساهمون (الملاك) هم النقطة المركزية للاهتمام. ومن هذا المنظور، فإن حوكمة الشركة تتعلق بصفة رئيسية بنظم الحوافز والرصد المصمم لحماية المساهمين. والهدف الأولى للمنشأة هو خلق ثروة لهؤلاء المساهمين.

ومع هذا، فليس هذا هو المنظور الوحيد الذي منه تأخذ حوكمة الشركة في الاعتبار، ويرى البعض أن الشركات لديها فرص فريدة لتحسين المجتمع، ورأي ذوي المصلحة هذا يصف المنشأة باعتبارها مجموعات مختلفة ذوي مصالح شرعية في أنشطة المنشأة.

حوكمة الشركة إذن معرفة كآليات تضمن أن الشركات تتحمل مسئولية لتوجيه أنشطتها بطريقة عادلة لكل ذوي المصلحة فيها. ومفاهيم الإدارة الاستراتيجية تقول بأن هذا يؤدي إلى إيجاد علاقات إيجابية مع ذوي المصلحة، ومن خلال هذه العلاقات، تستطيع المنشأة خلق ثروة اقتصادية مستدامة.

وبصفة خاصة، كانت نظرية الوكالة منظورًا مهماً لصياغة قواعد الحوكمة وقوانينها وسياستها في (US). ومع هذا، فإن دولاً أخرى كثيرة عملت بمقتضى فكرة أن الشركات الكبيرة عليها مسئولية أكبر في المجتمع وهي تعظيم ثروة المساهم. فقواعد حوكمتها تتجه إلى أن تتأثر لدرجة أكبر نحو واجبها لمجموعة موسعة لذوي المصلحة.

فإذا كانت المنشآت في (US) تعتقد أن عليها التزامات اجتماعية لتكون مواطنين صالحين، حينئذ فهذا الإحساس بالمسئولية عن الصالح الأكبر يمكن أن يعمل كأداة أخرى للحوكمة، ومع هذا هل لدى المنشآت إحساس بالمسئولية الاجتماعية؟ نناقش وجهة نظر ذوي المصلحة (stakeholders) عن المنشأة، كما نصف المشكلات مع هذا الرأي والتي تجعل من الصعب استخدامه لضمان الحوكمة الجيدة.

آراء أصحاب المصلحة في المنشأة:
STAKEHOLDER VIEW OF THE FIRM

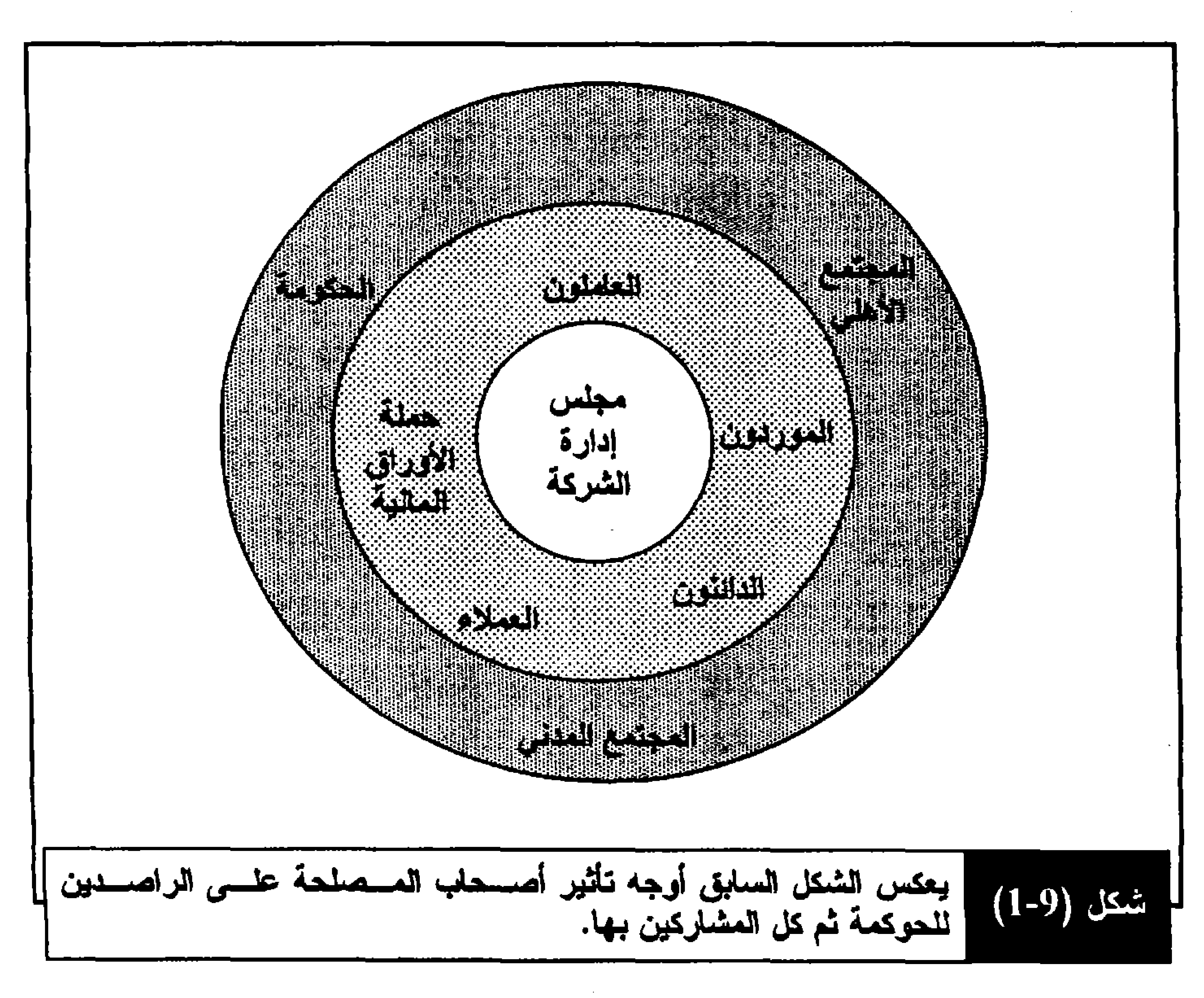
على الشركة دعم علاقاتها مع مجموعات عديدة تؤثر و تتأثر بقراراتها. وذوو المصلحة هم الناس أو المجموعات ذوو المصلحة الشرعية في جوانب مختلفة من أنشطة الشركة، ونلاحظ أن ذوي المصلحة يعرفون بمصالحهم في الشركة، وليس بما إذا كان للشركة مصلحة بهم.

والشركات ذات مسئوليات متفاوتة لكل من ذوي المصلحة فيها. وبينما بعض العلاقات قد تكون أكثر قيمة (أو أهمية) من غيرها، فلا توجد مجموعة واحدة يجب أن تكون قادرة على سيادة كل المجموعات الأخرى. هذه العلاقات بين المديرين وذوي المصلحة تقوم على أساس أخلاقي وأدبي.

وتتعدد المجموعات من أصحاب المصالح، فنجد أن العاملين والدائنين لهم مصلحة قوية في المنشأة، ولكن أي المجموعات الأخرى يمكن اعتبارها ذوي مصلحة في المنشأة ؟ ذوو المصلحة الأوليون (أحياناً يسمون ذوو المصلحة المتعاقدين) لهم علاقات مباشرة تعاقدية محددة. بينما حملة الأوراق المالية يعتبرون ذوي مصلحة بالغة الأهمية، فالمجموعات الأخرى كذلك مهمون، والعاملون بالمنشأة لهم مصالح قصيرة الأجل في المنشأة في شكل أجر، وظروف عمل، ومصالح طويلة الأجل في شكل معاش، ورعاية صحية. والعاملون غالباً لهم اتحادات عمالية لإدارة علاقاتهم مع المنشأة. والدائنون والعملاء والمقررون كلهم لهم مصالح شرعية في المنظمة، وذوو المصلحة القانونيون يتأثرون بأعمال المنشأة، ولكن لهم صلات تعاقدية

محدودة معها. وأمثلة ذوي المصلحة القانونية قد تكون المنافسين والنـشطاء البيئيين وبالتأكيد، المجتمعات المحلية والحكومات وكل المجتمع قـد يتـأثر بقرارات الشركة. والشكل التالي يبين فقط طريقة واحدة لتصنيع مختلف ذوي المصلحة في المنشأة.

ويمكن عمل معايير تفرقة أخرى. فمثلاً: التجميع قـد تتخـذ أساسـاً الأنشطة المختلفة للمنشأة، وأولئك الذين يتأثرون بها قد يكون علـى أسـاس وجهة نظر الموارد أو هيكل الـصناعة أو الكيانـات التابعـة الاجتماعيـة والسياسية. أو أصحاب المصلحة سـواء انتمـوا للمـصالح الاقتـصادية أو الأخلاقية أو المؤسساتية.



شكل (9-1) يعكس الشكل السابق أوجه تأثير أصـحاب المـصلحة علـى الراصـدين للحوكمة ثم كل المشاركين بها.

ووجهة نظر ذوي المصلحة في الشركة تـضع مـديريها التنفيـذيين كمركز إدارة العلاقات مع كل مجموعة من ذوي المصلحة. والهدف الإداري في هذه العلاقات مع كل مجموعة من ذوي المصلحة. والهدف الإداري فـي

هذا الرأي هو تعظيم ثروة تنظيمية مستدامة (منافع جميع ذوي المصلحة) لتعظيم هذه العلاقات. وكثير من الشركات الآن بها وحدة تنظيمية مهمتها الاتصال مع ذوي المصلحة. هذه الوحدات قد تكون لها أسماء تظاهرية: مثل إدارة اتصالات الشركة، أو إدارة للشئون العامة. والبعض يستخدم مسميات مباشرة أكثر مثل "مجموعة الاستدامة" أو " لجنة الاستدامة الاجتماعية للشركة".

دروس مستفادة:

معركة (wal-mart) مع ذوي المصلحة:

WAL-MART'S BATTLE WITH STAKEHOLDERS

تعمل مؤسسة (وال مارت) مع أكثر من 3.500 متجر ضخم في us (وال مارت سوبر سنترز ونوادي سام) والمنشأة تحقق فوق (10) بلايين دولار أرباحاً في السنة: وهي أكبر شركة صاحبة عمل في us حيث يعمل بها (1.3) مليون عامل وتخطط لحوالي (300) متجر جديد كل سنة.

ولكنها تبدو وكأنها تحت ضغوط زائدة من مختلف المجموعات الاجتماعية بالنسبة لممارسات أعمالها وتحالفات مجموعات المجتمع التي عملت لجعل (وال مارت) لا تأتي في مدنهم. ومئات التجمعات نجحت في هذا وفي دعوى عمل فئة رفعت أخيرًا ضد (وال مارت) باسم العاملات على أساس أن أجورهن أقل من زملائهن الرجال. وقد لاحظ كثيرون من السياسيين أن نسبة كبيرة من العاملين بها ينتهي بهم إلي المساعدة في الرعاية الصحية.

والمنشأة تعرضت لادعاءات مخالفة قانون عمالة الأطفال واستخدام مهاجرين غير شرعيين ومخالفات حقوق العمال.

ورأي (وال مارت) مختلف تماماً فهي تدعي أن عرض الأسعار المنخفضة يساعد كل واحد في المجتمع وكذلك إعطاء (170) مليون دولار للأعمال الخيرية في العام الماضي وهو أكبر مشاركة نقدية في us.

وما إذا كانت (وال مارت) مواطن شركة جيدة أم لا – محل نقاش. ومع هذا يبدو شيء واضح أن (وال مارت) كان نشاطها ضعيفاً في الارتباط بكثير من ذوي المصلحة فيها لتعظيم مصالحهم المشتركة ووجود علاقات عكسية مع العاملين والعملاء المحتلين والسياسيين ونشطاء حقوق الإنسان لا يبدو خيارًا جيدًا للأعمال.

الأسس القانونية: Legal Foundations

الأساس القانوني البارز لرأي ذوي المصلحة في المنشأة يستمد من حقوق الملكية.

وقد يبدو هذا سخرية، لأن حملة الأوراق المالية هم مالكو المنشأة، فهل هم بذلك لهم حقوق الملكية؟ ليس بالضرورة. فتعريف الملكية يمكن أن يعبر كحزمة من الحقوق قد تكون محددة، فالملاك لم حق الارتباط في مجموعة محدودة من الأنشطة، ولنأخذ مالك الأرض: فبناء منزل يستلزم ترخيصًا للبناء والجهة الحكومية التي تمنح الرخصة توافق أولاً على تصميم البناء، ولابد أن يلبي المبنى معايير السلامة والمظهر، كما أن الأرض يكون لها استخدامات معينة حسب المناطق.

هذه القوانين والإجراءات تحمي المواطنين الذين قد يذهبون إلى الملكية (السلامة) وملاك الأرض في المنطقة (المظهر والاستخدام) ورغم أنهم ليسوا ملاكاً للأرض فهؤلاء المواطنون وملاك الجيرة القريبة هم ذوو مصلحة في هذه الأرض ولهم أيضاً حقوق.

المسئولية الاجتماعية لشركة (CSR): Corporate Social Responsibility

التطوير الحديث لرأي ذوي المصلحة في المنشأة يقول: إن للإدارة بضع علاقات محددة مع مجموعات ذوي المصلحة. ومؤيدو هذا الرأي يقولون إن الشركات عليها التزام اجتماعي للعمل بطرق مسئولة أخلاقياً واجتماعياً وبيئياً. وهذا الأسلوب الإيجابي يشار إليه بالمسئولية الاجتماعية للشركة، أو مواطنة الشركة.

فما هي مسئولية الشركة تجاه المجتمع؟ عرض (أر سي كارول) تصنيفاً من أربعة مستويات للـ (csr) قريباً من مواطنة الشركة من منظور إداري، فالمنشأة يجب أن تجري أعمالها بطريقة تلبي توقعاتها الاقتصادية والقانونية والأخلاقية والخيرية:

المستوى الأول – الاقتصادي: أول المسئوليات الاجتماعية للمنشأة الاقتصادية، فعليها أن تستمر في إنتاج السلع والخدمات بربح.

المستوى الثاني – القانوني: يتوقع المجتمع من المنشأة أن تعمل في إطار قانوني.

المستوى الثالث – الأخلاقي: هذه المسئوليات هي تلك التي تعلو غيرها الموقعة بالقوانين، وهي متوازنة مع المعايير والعادات، ويتوقع وإن لم يكن مطلوباً من المجتمع حتى رغم التعريف الذي قد لا يكون جيداً، وهذه تشمل أشياء مثل الأخلاق البيئية.

المستوى الرابع – الخيري: عطاء الشركة تقديري، رغم أنه مرغوب بشكل زائد من مجتمعات ذوي المصلحة.

والمسئوليات الاقتصادية (المستوى /1) لها الأولوية الأعلى، لأن المنشأة يجب أن تكون على كفاءة، وأن تستمر للأجل الطويل من أجل أن تفيد المجتمع.

ومع هذا فعليها تنفيذ أنشطة أعمالها بطريقة قانونية (المستوى الثاني) وأخلاقية (المستوى/3) والمسئولية الخيرية (المستوى/4) هي الأقل أولوية.

ونعود إلى مثال (وآل – مارت) خلال هذا النموذج للـ (csr) أنصار (csr) قد يقولون إن أي فشل (لوال– مارت) في مستوياتها ذات الأولوية الأعلى مثل الاعتبارات القانونية والأخلاقية لا يمكن مقاصته مع المشاركة الأكثر في المستويات ذات الأولوية الأقل مثل عطاءات الشركة.

وبينما نشاط الشركة قد يتضمن الناحية الخيرية (المستوى/4) فالمفهوم يركز أكثر على الارتباط بذوي المصلحة لتحقيق أهداف مشتركة المستوى/2 والمستوى/3 وأنصار (CSR) يقولون إن الدوافع الرئيسية للمواطنة تشمل ما يلي:

- العولمة واتساع العالم كله للأعمال واقتصاديات السوق.
- القوة الأكثر للشركات العالمية، يجب أن تستوعب الأنشطة المتروكة للحكومة.
- الضغط من النشطاء الاجتماعيين المؤكدين.
- حركة بيئية شعبية بشكل متزايد.
- رغبة مرتفعة في أسواق رأس المال لمعاقبة المنشآت غير الملبية للمعايير الأخلاقية.

وبعض الشركات استجابت لهذا الاتجاه بإدخال بيان التوجه نحو (CSR) في قيمها وأهدافها، هذه البيانات تعترف بأن (CSR) لها قيمة في كود السلوك الأخلاقي.

والتزام بالمجتمعات المحلية، ومصلحة في صحة وتعليم العاملين، ووعي بيئي، واعتراف بالمسائل الاجتماعية (التنوع والعدالة الاجتماعية..الخ).

وباعتناق أهداف المواطنة يدعي المدافعون أن الشركات سوف تعزل نفسها عن أعمال نشطاء كثيرين، وإيجاد ثقة ذوي المصلحة في الإدارة وتعزيز سمعة المنشأة.

وإثبات تأكيد على الوقاية بدلاً من الأعمال التصحيحية، ونتيجة هذه المفاهيم قد تجد المنشآت أن شهرتها تفتح الأبواب لمجتمعات جديدة ومبيعات إضافية.

ومع هذا، فالمسئولية الاجتماعية عملية ديناميكية تنبع من اتخاذ قرارات توازن بين مصالح كل ذوي المصلحة، ولكن هذه القرارات يمكن فقط اتخاذها من محادثة مستمرة بين الأطراف المتأثرة ولهذا حتى تستثمر مع الوقت، فالوعي الاجتماعي لابد وأن يصير جزءاً لا يتجزأ من ثقافة الشركة، ويجب أن تصير الاعتبارات الاجتماعية مركز هذه العملية.

دروس مستفادة:

مواطنة الشركة في أمريكان إكسبريس :
CORPORATE CITIZENSHIP AT AMERICAN EXPRESS

أمريكان إكسبريس هي وكالة السفر الأكبر في العالم، والمصدر الكبير لبطاقات الائتمان (CC) ولها وجود في (160) دولة، ولها أكثر من (84.000) عامل يعملون خارج (US) وللشركة (قيم عديدة) منذ زمن طويل قبل أن يتحول اللفظ إلى غموض.

وتكمن قيمة أمريكان إكسبريس في:

- إقامة علاقات تجعل فرقاً إيجابياً في حياة عملائها.
- تقديم منتجات متميزة وخدمات بأعلى مستوى.
- التمتع بأعلى مستويات الاستقامة في كل أعمالها.
- العمل معاً عبر الحدود، ولمساعدة الشركة في تحقيق ميزة تنافسية.
- إعطاء قيمة للعاملين وتشجيعهم على النمو ومكافأتهم على أدائهم.
- أن يكونوا مواطنين في المجتمع حيث يعيشون ويعملون.
- عرض إرادة قوية لكسب السوق وفي كل جانب للأعمال.
- الشعور الشخصي بالمسئولية عن تقديم الخدمات في الالتزام.

نلاحظ أن ثلاثة فقط من الثمانية قيم خاصة بالمستوى الأقل للشركة، وكثير من هذه القيم بوضوح تقوم على أهداف أخلاقية واجتماعية.

هذه القيم أكثر من مجرد بيان للشركة. وأمريكان إكسبريس تضمن أن هذه القيم تصير جزءاً لا يتجزأ من تيار عملياتها بالنظر إلى كل عامل عن كيف تقوم الشركة بالأداء مع احترام هذه القيم. والنتائج لهذا النظر تستخدم كواحد من عدة مقاييس تستخدم لتحديد أجور المديرين. والأهداف الاجتماعية يمكن فقط أن تكون فعالة في المدى الطويل عندما يمكن قياس الأهداف وعندما ينجح التقدم ويكون مربوطاً بأجور المديرين.

الحوكمة ونظرية ذوي المصلحة:
GOVERNANCE AND STAKEHOLDER THEORY

هل يمكن لنظرية ذوي المصلحة أن تلعب دوراً في حوكمة الشركة ؟ في نظرية الوكالة Agency، فالحوكمة هي توازي حوافز المديرين، وتوفير رصد لسلوك الإدارة، وفي نظرية ذوي المصلحة، كيف يمكن إلزام الإدارة بأن تأخذ بحق مصالح ذوي المصلحة ورخائهم ؟

وحوافز الإدارة يمكن توفيرها بمكافأتهم على أساس بعض المقاييس لرخاء ذوي المصلحة. وهذه العملية تتطلب أهدافاً واضحة، وقياساً للأداء، وتحديد رسالة متعددة مناسبة لكل مجموعات ذوي المصلحة قد تكون مجرد حيلة. ومشكلة أساسية أخرى يجب التغلب عليها هي عما إذا كان قياس رخاء ذوي المصلحة متاحاً. من الأصعب قياس أداء المنشأة لعمالها وعملائها..الخ عن قياسها لحملة أوراقها المالية، ولا يوجد مقياس محاسبي (مثل المكاسب) أو قيمة السوق لمقياس (مثل سعر الأوراق المالية) لتأثير قرارات الإدارة الماضية والحالية على ذوي المصلحة. والنتيجة أن موازاة الحوافز مع مجموعات متعددة من ذوي المصلحة، وقياس الأداء العام يمكن أن يصير عملية مزعجة وصعبة.

واليوم، ليس هناك إجماع عن كيفية قياس والتقرير عن التغيرات في رخاء ذوي المصلحة. والأفكار التي لها مؤيدون هي بطاقة قياس الأداء المتوازن والخط الأدنى الثلاثي triple bottom line.

فبطاقة قياس الأداء المتوازن تقيس الأداء في أربعة مجالات: العميل، والعمليات الداخلية، وتعلم العاملين ونموهم، والنجاح المالي. أما الخط الأدنى الثلاثي فنظام محاسبي يوسع إطار تقارير الشركة التقليدي للأخذ في الاعتبار البيئة المالية والنتائج الاجتماعية، بينما كلا النظامين يستخدمان بواسطة بعض الشركات، وليس معمولاً بهما بصفة عامة.

وبدون نظر إلى القياس العام للنتائج، فالنظرية الإدارية تقول بأن المنشأة عليها فقط مسئولية إعطاء قيمة لأهداف CSR إذا أظهر المدير قيادة قوية في القيام بمسئولية الشركة، بحيث تحاول الشركة بذلك حل المشكلات. والمديرون يسيرون إلى أي القيم مهمة في كل من حوافز العاملين والهيكل التنظيمي، ووضع معايير للتعيينات والترقيات.

وأهداف CSR يكون تنفيذها الأفضل عندما يكون للعاملين الأفراد معايير للترقية مرتبطة بتلك الأهداف. وسيلة أخرى هي تصميم الهيكل التنظيمي، والإجراءات التنظيمية الموازنة مع القيم وبيانات الرسالة (mission) التي تعكس أهداف csr، والوحدات التنظيمية التي لها مهام التفاعل مع ذوي المصلحة أمثلة للوسيلة الهيكلية لترقية القيم الثقافية، ومجموعة القيم على قمة

الشركة تتسرب إلى كل أنحاء المنظمة، لذلك فالقيادة في مسئولية الشركة أمر حاسم للأخذ بها بواسطة الشركة.

انتقادات: CRITICISMS

الكتاب والباحثون والممارسون لرأي ذوي المصلحة في المنشأة، يستخدمون مفاهيم بطرق مختلفة، وغالباً يستخدمون دليلاً متناقضاً وأقوالاً متناقضة لدعم النظرية، فمثلاً البعض يعتبر نظرية ذوي المصلحة على أنها نظرية وضعية، وهي تستخدم لوصف عمل المنشأة، وكيف تعمل. وآخرون يستخدمون نظرية ذوي المصلحة من منظور الأدوات (Instrumental)، وهذا الأسلوب يقدم مبادئ وممارسات يجب تطبيقها لتحقيق (أو لتحاشي) بعض النتائج، ويقولون إنه إذا كانت نتائج أداء الشركة (أ ، ب ، جـ) مرغوبة، حينئذ على الشركة تطبيق المعايير والممارسات (x,y,z) وأخيراً رأى ذوي المصلحة يستخدم في تحديد كيف ينبغي أن تكون سلوكها على أساس المبادئ الأخلاقية والفلسفية، ويستخدمون مسئولية الشركة الاجتماعية أو مواطنة الشركة على أنه أسلوب معياري.

تقييم فكرة ذوي المصلحة:

هل فكرة ذوي المصلحة صحيحة؟ هل علينا أن نرى المنشأة من منظور ذوي المصلحة؟ إذا كان كذلك، فكيف يمكن إعمال ذلك؟ لأن ذوي المصلحة ونظريتهم ليست محددة تماما فمن الصعب تقديرها، وتقديم رعاية صحية جيدة للعاملين يبدو متفقاً مع فكرة ذوي المصلحة في المنشأة، والأسلوب الوصفي يهتم بكيفية تقديم الخدمة الصحية الجيدة يؤثر على عائدات الأوراق المالية للشركة وأداء العمليات. والأسلوب المعياري يقول إن على الشركة أن تقدم رعاية صحية جيدة، لأن هذا أمر أخلاقي، ومع هذا فلا شيء من هذه تقدم الفرصة لقبول أو رفض صلاحية نظرية ذوي المصلحة.

وحيث إن فكرة ذوي المصلحة في المنشأة صعبة تجريبياً لإثبات الصلاحية أو الرفض، فهل يمكن انتقادها فلسفياً؟ حتى نقاد مواطنة الشركة يوافقون على أن الشركة يجب أن تأخذ المسئولية، وأن ترى قائمة عليها، وهذا مثل جيد للأعمال. ومع هذا يختلف عن اتباع مذهب المسئولية

الاجتماعية للشركة. في الحقيقة، يقول النقاد إن الانحراف كثيراً عن دور تعظيم الربح للشركات يكون ضاراً للمجتمع.

قول النقاد هذا نابع من الخبرة بأن التقدم الاقتصادي يأتي من الأنشطة المتعلقة بالربح. والدور الأولى للأعمال في المجتمع هو العمل كمركبة للتنمية الاقتصادية، وفي نظام اقتصاد السوق ينتج التقدم الاقتصادي من فرص المغامرة والضغوط التنافسية وتقديم المنتجات الجديدة أو المحسنة بنجاح يعزز الأرباح، ويزيد من جودة الحياة في المجتمع والمنافسة تجبر المنشأة أن تعمل باستمرار لتقديم السلع والخدمات بكفاءة أكبر.

وعندما يكون على المديرين أن يأخذوا في اعتبارهم مدى أوسع للأهداف، ويشتركون بأنفسهم في الأنشطة المرتبطة بذوي المصلحة، فإن تكاليف أعلى وضعف للأداء قد تترتب على ذلك. وفي الحقيقة، فإن معايير أكثر للضبط البيئي والاجتماعي سوف يلزم له لوائح أكثر. والمزيد من اللوائح له تكلفة عالية على المجتمع في شكل الحد من المنافسة، وتضييق الفرص، وإساءة الأداء الاقتصادي.

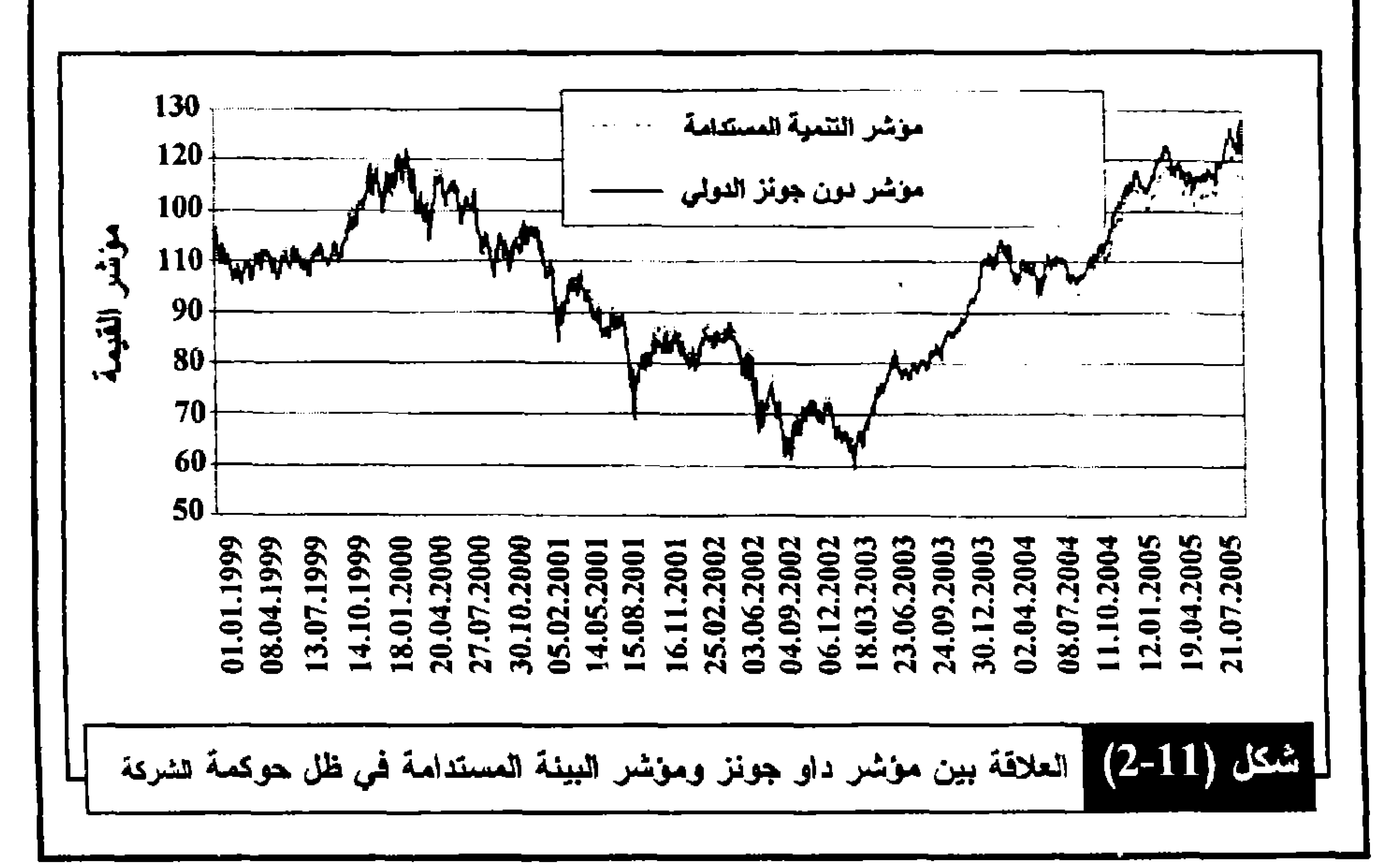
والتاريخ يرينا أنه عندما يكون الاقتصاد موجها عمدًا إلى الأهداف الاجتماعية مثل العمالة والإنتاج..الخ يصير المجتمع أسوأ، والأداء الاقتصادي الضعيف للاتحاد السوفيتي السابق وكوريا والصين (مثل انتقالها في الأحداث إلى اقتصاد السوق) يوضح ذلك.

تعظيم قيمة المنشأة: Dow Jones stoxx SUSTAINABILITY INDEX

وهي طريقة لقياس نجاح المنشأة مرتبطة بمواطنة الشركة. وأنشطتها. هي وضع مؤشر الأوراق المالية لهذه المنشآت، ومجموعة SAM يقيس "استدامة الشركة" ويكون مؤشرًا للشركات الأفضل (في تعاون مع " داو جونز" وStoxx المحدودة).

ومجموعة SAM تقول إن استدامة الشركة أسلوب أعمال يخلق قيمة للمساهم طويلة الأجل بواسطة انتهاز الفرص وإدارة المخاطر المستمدة من التطورات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية، وبصفة خاصة تقوم SAM ويتم قياس الكفاءة في مجالات مثل الاستراتيجية والأداء المالي وعلامات العملاء والارتباط بذوي المصلحة ومعايير الحوكمة ورضاء العاملين.

ومؤشر داو جونز stoxx /60 مصمم لتوفير تمثيل عريض للسوق الأوروبية بإدخال 600 منشأة من النمسا وبلجيكا والدانمارك وفنلندا وفرنسا وألمانيا واليونان وأيرلندا وإيطاليا ولكسمبورج وهولندا والنرويج والبرتغال والسويد وإسبانيا وسويسرا وUK والمؤشر الأضيق لداو جونز stoxx للاستدامة DJSI يتتبع أداء الـ 20% القيمة (بالنسبة للاستدامة) للشركات في مؤشر (داو جونز 600/stoxx) وقد بدأ هذا المؤشر في بداية 1999 وفي 31 أغسطس 2005 سجل DJSI- Stoxx - 160 شركة. ويمكن التعبير عن ذلك بالشكل رقم (11-2).



شكل (11-2) العلاقة بين مؤشر داو جونز ومؤشر البيئة المستدامة في ظل حوكمة الشركة

المنظور الدولي: INTERNATIONAL PERSPECTIVES

لمواطنة الشركة جذور تاريخية مختلفة في مناطق مختلفة من العالم، ولذلك يُنظر إليها من منظور مختلف، فمثلا CSR في (US) مستمدة من التعارض بين المديرين ذوي التوجه نحو حملة الأوراق المالية والنشطاء الاجتماعيين، هذه العلاقة الحماسية بين الشركات وبعض المجموعات النشطة أوجدت موقفاً سلبياً تجاه نظرية ذوي المصلحة في مجتمع الأعمال، وعلى مدى عقود قليلة ماضية كثير من مجموعات الأعمال في US بدأت ببطء في الأخذ بأفكار CSR وفي UK وأوروبا فإن مواطنة الشركة كانت ترى أقل سلبية، والآن هي مفهوم أكثر شمولاً. في الهند، نقصت كفاءة الحكومة في

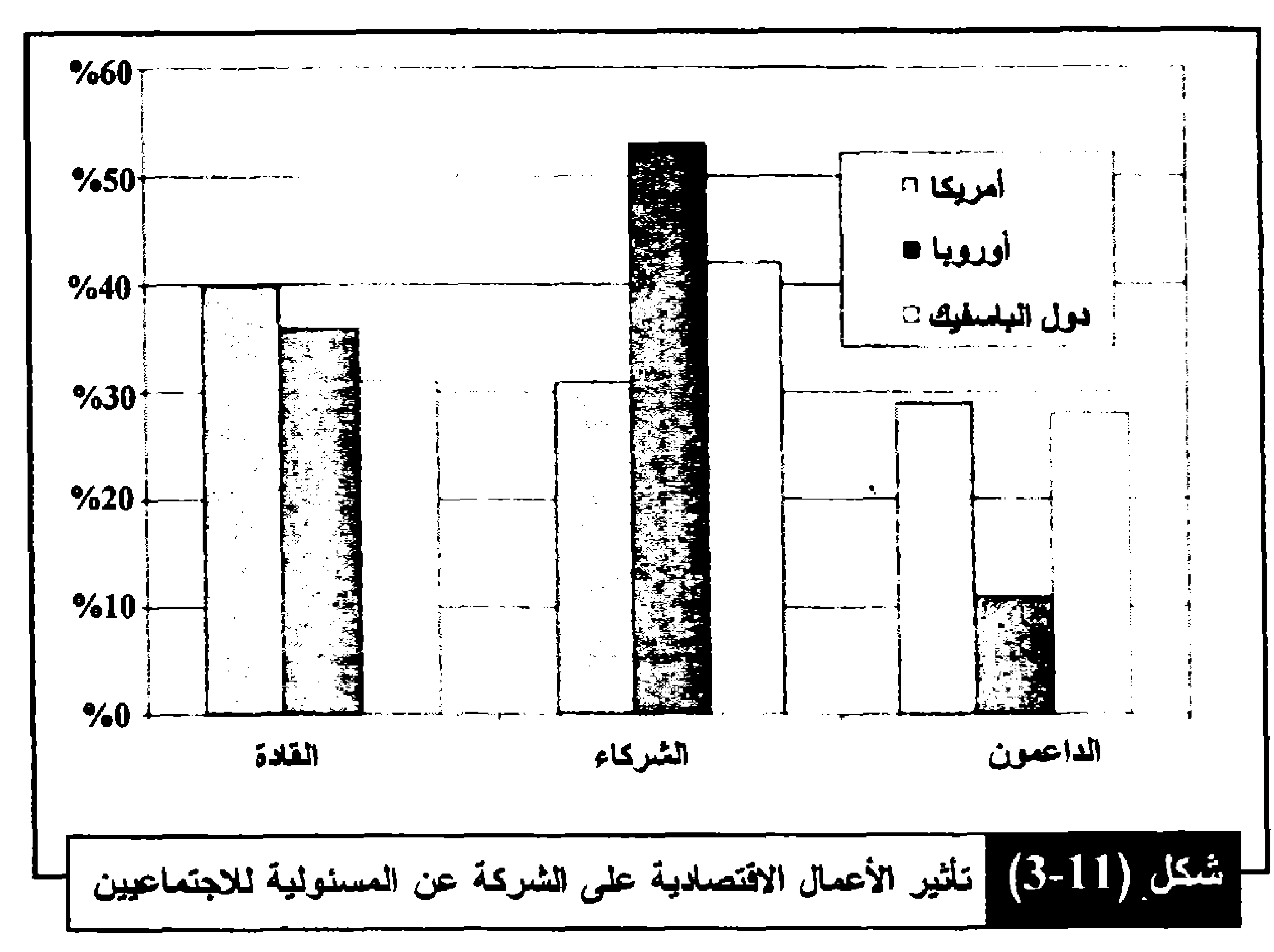
تقديم الرخاء الاجتماعي بسبب أن الشركاء تقف في دورها لمساعدة المجتمع والاهتمام بذوي المصلحة داخل المنشأة وقائم على قيم العائلة.

وفكرة ذوي المصلحة في الشركة كذلك، تنعكس في قوانين كثيرة دولياً.. وفي (UK) مديرو الشركة ملزمون بإدخال مصالح العاملين في اتخاذهم القرارات (قانون الشركات) وفي ألمانيا تمثيل العاملين مطلوب كأحد الثلثين في المجالس (قوانين التحديد المشترك) ويتيح الاتحاد الأوروبي للشركات أن تأخذ في اعتبارها مصالح العاملين والدائنين والعملاء والمستثمرين المحتملين (قانون التناسق). وفي اليابان – بعد الحرب العالمية الثانية – طلب من الشركات أن تكون عليها مهمة مسئولية إعادة بناء الاقتصاد الياباني، ونفس الشيء صحيح بالنسبة لكوريا بعد الحرب الكورية في الخمسينيات 1950، فكانت الشركات الكورية التي ركزت على التصدير أعطيت مزايا حزبية لمساعدتها في إدخال رأس المال إلى كوريا. فكيف يتم ارتباط المديرين بشكل نشط بذوي المصلحة؟ هو سؤال صعب التقرير.

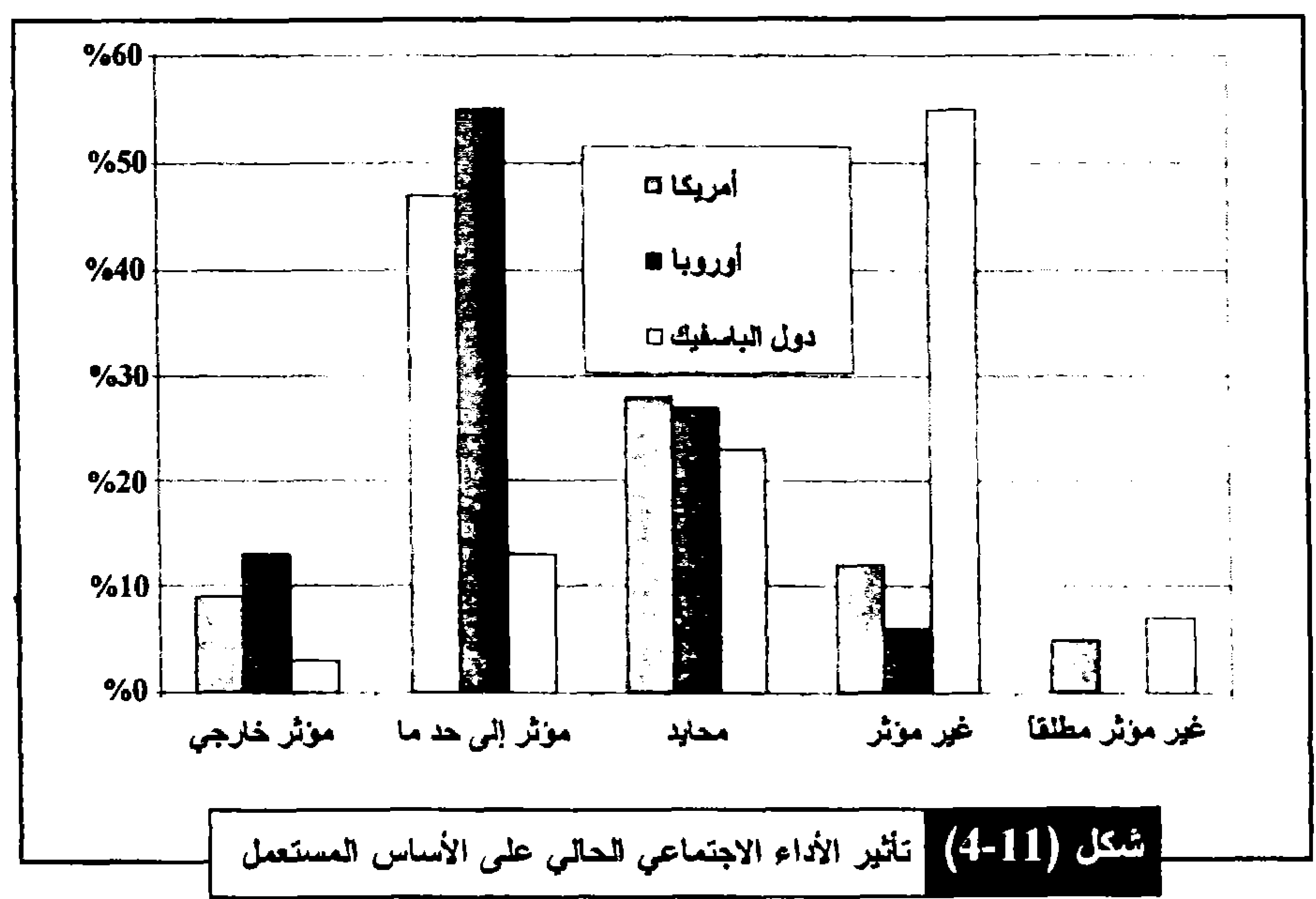
ومجلس المؤتمر الذي مسح (700) شركة في مسألة مواطنة الشركة في سنة 2000 وسنة 2001 كانت المنشآت تميل لأن تكون كبيرة جدًا (أكثر من 95% من المنشآت محل المسح كانت لها مبيعات أكثر من (1) بليون دولار سنوياً) والشركات التي أجابت في هذا المسح هي تلك التي لها موقف إيجابي نحو "مواطنة الشركة".

وبدلاً من الإقرار بموقف سلبي، فالمديرون الذين لا يقيمون CSR فقط لم يكملوا المسح، لذلك يجب أن نأخذ في الاعتبار ردود المسح كمسح لمنشآت مرتبطة بنشاط في CSR، وفي المسح، سئل الـ CEO عن دور شركاتهم الذي تلعبه في خلق أعمال جيدة ومجتمع جديد، وأعطوا عدة اختيارات ليكونوا قادة أو شركاء أو مؤيدين. والنتائج موضحة ومجتمع جديد، وأعطوا الخيار ليكونوا قادة أو شركاء أو مؤيدين، ونلاحظ أن معظم الإجابة المتكررة من المديرين في US كانت أن تكون قائداً leader، والمديرون الأوروبيون وأولئك في منطقة آسيا – الباسيفيك معظمهم اختار أن يكون شريكاً وعموماً – المديرون من أوروبا وآسيا – باسيفيك كانوا يعتقدون عموماً أن الحكومة يجب أن تتولى القيادة في تصميم المعايير والأنشطة الجيدة.

والمسح كذلك كان يسأل المديرين عن مدى فاعليتهم في تطبيق مواثيق المعايير والبرامج التي يترتب عليها تحقيق أهداف مواطنة شركاتهم، وأن هذه الشركات تعتقد أنها مازالت لديها مساحة كبيرة للتحسن. والشكلان (11-3) و(11-4) يوضحان ذلك.



شكل (11-3) تأثير الأعمال الاقتصادية على الشركة عن المسئولية للاجتماعيين



شكل (11-4) تأثير الأداء الاجتماعي الحالي على الأساس المستعمل

ولنأخذ في الاعتبار أنه من الأصعب كثيرًا تحقيق أهداف معايير أعلى من الأهداف الأقل، ومع هذا يبدو وجود فرق كبير بين us وأوروبا في المنشآت وتلك التي في آسيا – باسيفيك.

وفوق 50% من المنشآت من US وأوروبا أجابت بأنها فعالة تماماً أو فعالة نوعاً ما في جهودها وفقط 20% من منشآت آسيا – باسيفيك كانت تعتقد أنها فعالة. وأي نقص في الفعالية قد يكون ناشئاً عن عدم وجود برنامج ذي هيكل للارتباط بذوي المصلحة على أساس منتظم – وفقط 60% من المنشآت المجيبة لديها برنامج له هيكل، ومع هذا فشركات كثيرة تعلم كيف تتعامل مع هذا المجال الجديد لمسئولية الشركة.

ملخص SUMMARY

نظرية ذوي المصلحة في المنشأة لا تركز على تعظيم ثروة المساهمين، وإنما تركز على تعظيم الثروة الاقتصادية المستدامة لذوي المصلحة. وذوو المصلحة والعاملون والعملاء والمجتمعات والبيئة هي فقط أمثلة لذوي المصلحة، ومصلحتهم المشروعة في المنشأة وعلاقات ذوي المصلحة في الشركة لها جذور تاريخية مختلفة في مناطق عديدة من العالم، ولذلك يُنظر إليها بمنظور مختلف.

والتطور الحديث لنظرية ذوي المصلحة في المنشأة، يُسمى المسئولية الاجتماعية للشركة أو مواطنة الشركة، تقول بأن الشركات عليها التزام اجتماعي بالعمل أخلاقياً واجتماعياً وبيئياً كمسئولة، وباعتبار أهداف المواطنة، فالشركات قد تعزل نفسها عن أعمال النشطاء، وتعزز سمعة الشركة، وتجد أنها تفتح شهرياً الأبواب لمجتمعات جديدة، ومبيعات إضافية.

لذلك فإن الشعور بمواطنة الشركة يمثل طريقة أخرى للتأثير في سلوكيات وأعمال مديري الشركات.

وبهذا المعني، يمكن اعتبارها راصدة، ولكن المسئولية الاجتماعية للشركة، ستكون: هل هي جيدة للمجتمع؟ هل من الصعب عملها رغم أن العمل جيد؟ فالشركة يمكن أن تفشل في أهدافها الاجتماعية، ولكن تظل ناجحة في أعمالها ولكن لا يمكنها أن تفشل في أعمالها وهي لاتزال ناجحة في أهدافها الاجتماعية.

كذلك كيف يمكننا إيجاد نظام حوكمة على أساس معنى المواطنة ؟

ف: 567ن:17/10/2010





حوكمة الشركة

الأطراف الراصدة والمشاركة

لقد صدر العديد من الكتابات في مجال "حوكمة الشركات"، وكان تركيزها في هذا الصدد على الصدمات والكوارث والانهيارات المالية، التي أوقعت بعض الشركات ذات النشاط الدولي في مصيدة الإفلاس، وأضرت بالتالي بمصالح المستثمرين، كما أضرت باقتصاد الدول الأم والمضيفة لاستثمارات هذه الشركات.

وقد كشفت معظم الإصدارات السابقة في سياق فصولها، عن أن إدارة الشركة هي المسئول الأكبر في مسألة هذه الإخفاقات المالية لتلك الشركات، وتبنت في إطار ذلك ما انتهت إليه المنظمات والبنوك الدولية من مبادئ لحوكمة الشركات، وبذلك كانت نظرتها ضيقة ومتسمة بالغموض وعدم الشفافية في طرح أهم الدوافع والأسباب الإجمالية لهذه الإشكالية، والتي تصاحب جميع الأطراف الراصدة والمشاركة في حوكمة الشركة، وهذا هو جوهر هذا الكتاب، الذي يعتبر محاولة فريدة لكشف الحقائق، التي تمثل رؤية حول حزمة من الآليات التي يجب أن تتبناها دول العالم، لدعم حوكمة شركاتها داخل متغيراتها البيئية.



هذا الكتاب، حدد الأطراف الراصدة والمشاركة في الشركة، وهي حوافز المديرين، المحاسبون، وكالات الائتمان، المساهمون، التنظيم المؤسسي، لجنة الأوراق والبورصة، والمسئولية المؤسسية الاجتماعية للشركات.

ردمك 9960-24-669-8



ISBN 9960-24-669-8